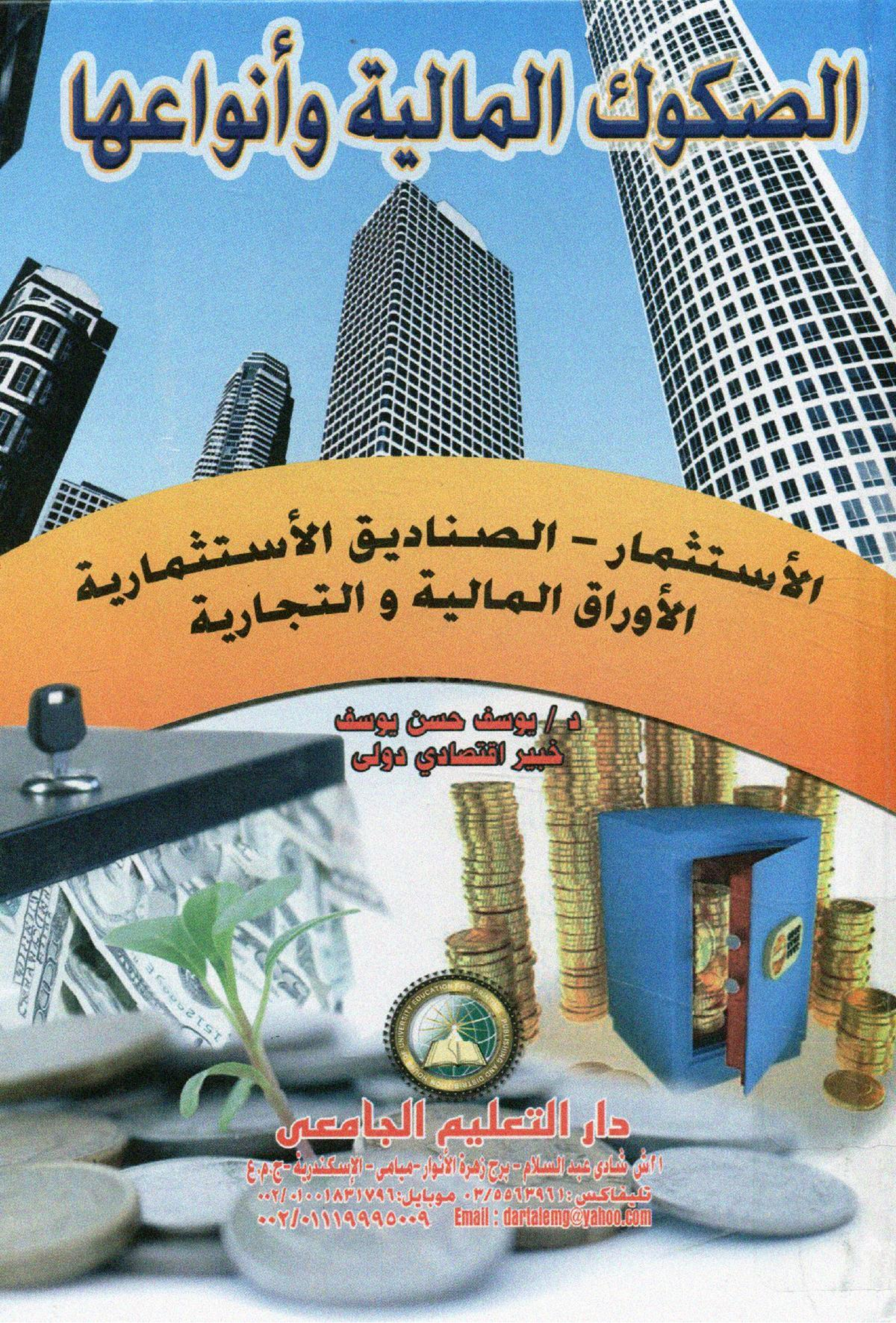

الصكوك المالية وأنواعها
الأستثمار - الصناديق الأستثمارية
الأوراق المالية و التجارية
د / يوسف حسن يوسف
خبير اقتصادي دولى
UNIVERSITY EDUCATION FOR PRINTING PUBLISHING AND DISTRIBUTION
دار التعليم الجامعى
١ش شادى عبد السلام - برج زهرة الأنوار -مبامى - الإسكندرية -ج.م.ع
تليفاكس: ٠٣/٥٥٦٣٩٦١١ موبايل: ٠٠٢/٠١٠٠١٨٣١٧٩٦
٠٠٢/٠١١١٩٩٩٥٠٠٩ Email : dartalemg@yahoo.com

الصكوك المالية وأنواعها

(الإستثمار – الصناديق الإستثمارية – الأوراق المالية والتجارية)

دكتـــور

يوسف حسن يوسف

خبير إقتصادى دولى

2014



دار التعليم الجامعى

٢١ش شادى عبد السلام - برج زهرة الأنوار - ميامى - الإسكندرية - ج.م.ع

تليفاكس: ٠٠٢-٠٣/٥٥٦٢٩٦١ موبايل: ٠٠٢/٠١٠٠١٨٢١٧٩٦

٠٠٢/٠١١١٩٩٩٥٠٠٩

Email:dartalemg@yahoo.com

دار الكتب المصرية
فهرسة أثناء النشر إعداد إدارة الشئون الفنية

يوسف ، يوسف حسن
الصكوك المالية و انواعها
يوسف حسن يوسف - ط1 - الإسكندرية: دار التعليم الجامعي، 2014
ص ؛ سم.
تدمك 60 00 733 977 978
1- السندات

أ ـ العنوان

332,6323

رقم الإيداع / 9250

المبحث التمهيدي

مقدمة

لقد أصبح التطوير والابتكار في المنتجات المصرفية والأدوات المالية ضرورة حتمية للدول العربية والإسلامية بصفة عامة والمصارف الإسلامية بصفة خاصة، وذلك بسبب التحديات المختلفة التي تواجه هذه الدول والمصارف الموجودة بها، سواء كان ذلك محلياً أودولياً .

فالدول العربية ومصارفها الإسلامية في حاجة ماسة إلي الانطلاق في رحاب أوسع من الابتكار والتطوير لمنتجاتها وأدواتها المالية والمصرفية، يعكس بالفعل حقيقة وجوهر المصرفية الإسلامية في تمايزه عن المصرفية التقليدية، سواء في جانب أدوات تعبئة المدخرات، أو آليات توفير التمويل للأنشطة الإستثمارية والتجارية للأفراد والمؤسسات الخاصة والعامة .

وقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات سريعة ومتلاحقة في مجال تقديم الخدمات والأنشطة المصرفية والمالية وتنوعها واستمرار تحديثها، مما انعكس علي توسيع نطاق وأشكال المنتجات المصرفية والمالية مع توظيف مكثف للتكنولوجيا في توفير هذه الخدمات والمنتجات، ونشير هنا إلي الإبتكارات في الأدوات المالية الحديثة التي تتميز عن الأدوات المالية التي كانت معروفة وظهور أوراق مالية حديثة تجمع بين خصائص أوراق الملكية وأوراق الدين ...، والالتحام بين السوقين النقدي والمالي، وأثر ذلك علي نمو الأدوات المالية القابلة للتداول، والتوسع في نشاط التوريق، من خلال توفير السيولة لأصول ذات سيولة منخفضة، مثل القروض والديون وبعض الأصول المالية الأخري (1).

وقد استطاعت الهندسة المالية أن تقدم أدوات استثمار جديدة وتطوير في الأوراق المالية التقليدية، وتحديث أساليب الهيكلة المالية للبنوك، فالهندسة المالية تقدم أوراقاً –أدوات– مالية، وعمليات، ونظم تسهم في تحسين الأداء وزيادة الربحية، وتحقق السرعة والكفاءة مع وفورات في التكاليف(2):

ويمثل تطوير الأدوات المالية في النظام المصرفي في الدول العربية والإسلامية متمثلاً في مصارفها الإسلامية حجر الزاوية في هذا السياق، لما يمثله ذلك من رفع كفاءة تعبئة المدخرات وتوجيه الموارد علي الاستثمارات والاحتياجات التمويلية المختلفة، خاصة مع معدلات النمو المرتفعة في المدخرات في المصارف الإسلامية، التي تصل في بعض التقديرات إلي ما يتراوح ما بين 15 – 20% في العام(3)، فبدون تطوير الأدوات المالية للمصارف الإسلامية، سيؤدي إلي انخفاض كفاءة تخصيص هذه الموارد، ويبقي بعضها مهدراً، كما سيترتب علي ذلك حدوث اختناق في النشاط،وعدم إبراز الفلسفة والخصائص المميزة لهذه المصارف كوسيط استثماري، يوظف المال لخدمة تنمية المجتمعات .

وفي تقديرنا فإن عملية إصدار تشكيلة متنوعة من الصكوك وتداولها في السوق المالية تمثل تغييراً جوهرياً في الهيكل التمويلي للمصارف الإسلامية، يمكنها من استيعاب المدخرات علي مختلف رغبات أفرادها، والتوفير الملائم للاحتياجات التمويلية للمشروعات مما يسهم في تقديم المصارف الإسلامية في إطارها الصحيح، فضلاً عن أن إصدار الصكوك الإسلامية لتوفير احتياجات المشروعات الخاصة والعامة هو بمثابة أداة مناسبة للتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية، والإندماج مع السوق العالمية.

فصل تمهيدي

الصكوك وتمويل التنمية

بدأت بواكير الإسهامات الأكاديمية المتخصصة من الفقهاء في أعضاء هيئات الرقابة الشرعية في مختلف البنوك الاسلامية ومن بالكتابة حول الصكوك في أوائل العقد الأخير من القرن العشرين، ومنها الفتاوى الشرعية و كتابات الأساتذة محمد عارف ومحمد عبد المنان في العام 1990م وفهيم خان في العام 1991م ومنذر قحف، وأوصاف أحمد وخان وطارقولاه خان في العام 1997م. وسامي السويلم في العام 2000م و معبد علي الجارحي ومنور إقبال في العام 2001م وعمر شابرا وحبيب أحمد وكل من رفعت أحمد عبد الكريم وسايمون آرشر في العام 2002م وغيرهم من الفقهاء و الباحثين والمؤلفين.

والصكوك صيغة تمويلية جديدة مبعثها فقه المعاملات في الشريعة الإسلامية وهي آلية تمويلية تتجه نحو ما افتقدته البنوك الإسلامية من الشراكة الحقيقية بين عوامل الإنتاج في تمويل التنمية بصيغ المضاربة والمشاركة والتحول عن التمويل بالمرابحة والتي اعتمدت عليه أكثر من البنوك الإسلامية.

وتنبع فكرة استصدار الصكوك من صيغ المعاملات الشرعية المعهودة من إجارة وسلم واستصناع ومضاربة وغيرها كتطوير مواكب لمتطلبات العصر التمويلية كبديل عن السندات التي تتعامل بالفوائد المصرفية.

وما أن ظهرت الصكوك حتى اشتهرت وانتشرت كأداة معاصرة يقبل عليها المسلمون وغير المسلمين حتى انتشرت في كل أنحاء العالم، بمعدلات سريعة.

أنواع الصكوك:

والصكوك لها أنواع عديدة، ويمكن توليف مختلف الصيغ لابتكار صيغ جديدة بما لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ وقد ذكرت هيئة المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية منها لأربعة عشر نوعا. ومن أنواع الصكوك ما يلي:

1. صكوك الإجارة:

صكوك الإجارة تتعلق بالأعيان والأصول المؤجرة، وتحمل قيما متساوية، ويصدرها مالك العين المؤجرة أو وكيله. ومقصود المعاملة هو بيع العين المؤجرة عن طريق الصكوك ليصبح حاملوها هم ملاك الأصل وكذلك المستفيدون من ريع تأجيره، بقدر أنصبة الصكوك التي يحملها كل واحد في الأصل المؤجر.

وعلى سبيل المثال يمكن أن تكون هنالك بناية مؤجرة، ويكون دخلها الشهري أو السنوي هو عائد حملة الصكوك الذين يعتبرون شركاء في ملكية البناية، وبالإضافة إلى عائد الإيجار فإن حامل الصك يمكنه بيع الصك.

وفي حالة بيع الصك فإن قيمة الصك تتوقف على عوامل سوقية كثيرة منها ما يلي:

أ. قوى العرض والطلب:

تتأثر قيمة خدمة الأصل المستأجر ارتفاعا وانخفاضا بقوى العرض والطلب على تلك الخدمة في السوق. فإذا كان معدل الزيادة في الطلب على الخدمة موضوع الصك أكبر عن معدل الزيادة في عرضها، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع قيمة الصك، والعكس بالعكس.

ب. عمر الخدمة:

تتأثر قيمة الأصل بالعمر الافتراضي للأصل أو المدة الإيجارية المتبقية للخدمة المستأجرة. فمن المتوقع أن تتناقص قيمة الصك بتناقص العمر الافتراضي للأصل، والذي يتأثر بمجموعة العوامل التي تؤثر على قيمة الأصل سلبا وإيجابا.

إن طول أو قصر المدة الزمنية المتبقية للأصل المعاد استئجاره يؤثر على قيمة الصك؛ فإذا كان معدل الزيادة في قيمة الخدمة أكثر عن معدل النقص في القيمة من جراء انقضاء جزء من عمر الأصل فإن من المتوقع أن ترتفع قيمة الخدمة باعتبار باقي المؤثرات ثابتة.

ت. كفاءة أداء الأصل:

إن كفاءة أداء الأصل يؤثر على قيمة الصك وسعره السوقي. فإذا كانت الكفاءة أعلى زادت قيمة الصك والعكس صحيح. ومما يزيد من الكفاءة توفر الصيانة اللازمة للأصل، وتوفر الخدمات المصاحبة وفعاليتها. وعلى سبيل المثال فإن حسن صيانة المبنى تزيد من قيمة الأصل بحسب ما يضيف إلى العقار من القيمة. فالعقار المصان يؤجر بقيمة أعلى من غير المصان غير أن التكاليف الناجمة عن الصيانة تخفض من قيمة الصك بمقدار المنصرفات على الصيانة. ومن الخدمات المصاحبة التي تؤثر على قيمة العقار توفر الكهرباء والماء أو القرب من الأسواق أو من وسائل الانتقال أو توفر خط الهاتف الأرضي أو خط الإنترنت وغير ذلك من الخدمات. وتختلف طبيعة الصيانة ونوعية الخدمات المصاحبة بحسب طبيعة الأصل الذي قد يكون عقارا يستخدم كفندق أو كمسكن أو كمتجر أو كمستودع...إلخ.. أو يكون وسيلة نقل كسيارة أو باخرة أو طائرة...إلخ. فكل منها لها من الخدمات المصاحبة التي تزيد من قيمتها، وما يزيد من قيمة شيء قد يخفض من قيمة آخر.. فالمخازن البعيدة من البحر أفضل من القريبة منها من ناحية تعرض المخزون إلى الرطوبة والفنادق التي على البحر أفضل من تلك البعيدة عنها، وهكذا.

ويتأثر الإيجار بما يحيطه من البيئة القانونية والاقتصادية وغيرها، ومن ثم يمكن للإيجار أن يرتفع أو ينخفض بتلك البيئة. ومن مجالات صكوك الإجارة كل أنواع المنقولات القابلة للإيجار كالسيارة أو الطائرة أو البيت.

2. صكوك المنافع:-

هذه الصكوك تحمل قيما متساوية يصدرها المالك لعين موجودة، أو معيد الاستئجار من الباطن برضا المالك، خلال فترة الإيجار، أو وكيلهما، وذلك بغرض تمليك المنفعة -دون العين- لحاملي الصكوك

من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة معينة هي فترة صلاحية الصك. فيحق لهم ريع الأصل.

ويمكن أن يقوم مستأجر الأصل بموجب عقد الإيجار الأول بإصدار الصكوك خلال فترة الإيجار المحددة لإعادة التأجير من الباطن لحاملي الصكوك، طالما أن المالك لا يمانع من ذلك. أو في ملكية المنفعة للأصل المؤجر.

3. **صكوك منافع الأعيان الموعودة (الموصوفة في الذمة)..**

هذه الصكوك تحمل قيما متساوية يصدرها المالك أو المستأجر أو وكيلهما عن عين موصوفة في الذمة موعودة بإيجارها وذلك بغرض تمليك المنفعة لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة صلاحية الصك..

ويتم إصدار الصكوك للأصول غير المستأجرة -في لحظة إصدار الصكوك- باعتبار الوعد بإيجارها في وقت مستقبلي يشار إليه في العقد. ويكون ذلك بناء على مبدأ المؤمنون عند شروطهم ما لم يحلل حراما أو يحرم حلالا، وقياسا على السلم مع تقديم الثمن في التعاقد على موصوف في الذمة وعلى ظرف مستقبل من الزمان.

4. **صكوك الخدمات من المتعهد:-**

هذه الصكوك تحمل قيما متساوية يصدرها متعهد بتوفير أو بيع خدمات موصوفة في الذمة ويتم بيع تلك الخدمات في شكل صكوك ليصبح حاملوها هم ملاك تلك الخدمات ويحصلون على عوائد بيعها في الأسواق. والمثال على ذلك هو توفير برامج تعليمية أو صحية في الجامعات أو المستشفيات. ويسهم حملة الصكوك في تمويل البرامج التعليمية أو الصحية ومتطلباتها حتى تكون جاهزة لطالبيها من طلاب العلم أو المرضى. وتكون حصيلة بيع تلك البرامج للمستفيدين منها هو الريع العائد لحملة الصكوك.

5. **صكوك الخدمات المتاحة:-**

هذه الصكوك تحمل قيما متساوية يصدرها متعهد أو وكيل تتوفر لديه خدمات تباع لحاملي الصكوك ويصبح من حق مالكيها بيعها..

6. **صكوك السلم:-**

هذه الصكوك تحمل قيما متساوية يصدرها بائع منتجات السلم أو وكيله ويحصل بذلك على رأس مال السلم فتصبح سلعة السلم مملوكة لحاملي الصكوك. ويكون بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها لاستلامها مستقبلا وفقا لوقت ومواصفات متفق عليها. ويساعد تقديم التمويل بكامله المنتج على توفير المال اللازم لتمويل العمليات الإنتاجية وتوفير المنتج في جانب العرض، وتقليل السعر في جانب الطلب. فيسهم بذلك في توفير أسباب الرخاء الاقتصادي بزيادة الإنتاج وتخيض السعر بما يحقق الربح للمشتري والبائع.

وهنالك ما يسمى بالسلم المتوازي وهو اتفاق المشتري مع جهة أخرى على بيعها المنتج المتفق عليه في اتفاقية السلم الأول.

7. **صكوك الاستصناع:**

هذه الصكوك تحمل قيما متساوية يصدرها الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما كمنتج موصوف في الذمة ويحصل على قيمة الصكوك ثم يباشر بتصنيع المنتج بحسب المواصفات ويقوم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن ينفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط.ويصبح حاملو الصكوك هم ملاك المنتج المستصنع.

وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والماء وغيرها وفقا لمواصفات محددة في العقد وتاريخ للاستلام وقيمة محددة يتم الاتفاق حولها. ويمكن توليف صيغ أخرى معها للاستجابة لمتطلبات العمل والتمويل. وهي من الصيغ النشطة في عالم الصكوك.

وهناك ما يسمى بالاستصناع الموازي، وهو تعاقد المتعهد مع جهة ما لاستصناع سلعة لها ثم يقوم المتعهد بالتعاقد مع جهة أخرى لتقوم تلك الجهة بتصنيع المنتج المطلوب له ليقوم بتقديمه إلى طالب السلعة في الوقت المطلوب.

8. **صكوك المرابحة:**

هذه الصكوك تحمل قيما متساوية يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما ثم بيعها بمرابحة معلومة مثل معدات مطلوبة ضمن عقد استصناع مثلا فيتم شراء المعدات مرابحة ويكون حاملو الصكوك هم ملاك المعدات وثمن بيعها بالمرابحة..

9. **صكوك المشاركة:-**

هذه الصكوك تحمل قيما متساوية يصدرها المتعهد أو وكيله بغرض تمويل مشروع أو مشاريع يكون حاملو الصكوك هم أصحاب تلك المشاريع وهي مشابهة لشركات المساهمة وقد يختلف عنها إذا تم تفويض مصدر الصكوك باختيار المشاريع التي يتم تحويلها وإنشائها..

10. **صكوك المضاربة:-**

هذه الصكوك تحمل قيما متساوية يصدرها المتعهد بتقديم التنظيم وإدارة المشروع المقترح بغرض تمويل ذلك المشروع أو مجموعة من المشروعات المفصلة أو المفوض له فيها بالعمل وبموجبه يكون حاملو الصكوك هم أصحاب رأس مال المشروع ويبقى المشروع مشاركة بينهم وبين المنظم بنسبة متفق عليها من الربح ويتحملون الخسائر المتوقعة في رأس المال..

11. **صكوك المزارعة:-**

هذه صكوك تحمل قيما متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملة الصكوك في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المنصوص عليه في العقد.

12. **صكوك المساقاة:-**

هذه صكوك تحمل قيما متساوية يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل السقاية والرعاية ويتشارك حملة الصكوك في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقات.

13. صكوك المشاركة في الوكالة الإستثمارية:-

هذه صكوك تحمل قيما متساوية يصدرها وكيل استثماري وتمثل مشاريع أو أنشطة يتم تعيين الوكيل الاستثماري كمضارب يقدم بإدارة الاستثمار نيابة عن حملة الصكوك مقابل الحصول على نسبة من الربح..

14. صكوك المغارسة:-

هذه صكوك تحمل قيما متساوية يصدرها مالك الأرض محل التعاقد لتمويل تكاليف الغرس بموجب عقد المغارسة ويتشارك حملة الصكوك في الأشجار التي تم غرسها وفي الأرض التي تم الغرس عليها وفقا للعقد.

15. صكوك أعيان وخدمات التمليك المتناقص:

هذه صكوك تحمل قيما متساوية يصدرها صاحب الفكرة محل التعاقد لتمويل مشروع بموجب عقد الإنشاء وينتهي الأمر بتمليك الأعيان أو الخدمات إلى أصحاب الفكرة، أو الشركاء المؤسسين بعد فترة زمنية محددة. يكون أصحاب الفكرة شركاء في المشروع بالعمل أو برأس المال أو بالاثنين معا. أي أن يكون الشريك عاملا يستحق بموجب عمله الأجر. أو شريكا بالعمل ويبدأ في سداد قيمة المشروع لحملة الصكوك من نصيبه في الربح بطريقة تقلل من نسب خملة الصكوك وتجعله شريكا متزايد النصيب كلما تمكن من السداد من نصيبه. وبهذه الطريقة تتناقص نصيب حملة الصكوك ويتزايد نصيب الشريك العامل حتى ينتهي الأمر بتمليك العين وخدمته أو العين لوحدها أو الخدمة لوحدها لصالح الشركاء. وهذه صيغة تجمع بين المضاربة والمشاركة المتناقصة أو المنتهية بالتمليك. وتجمع بين صكوك التأجير محددة الفترة للأعيان أو الخدمات.

يعتمد إصدار الصكوك على دراسات الجدوى المعتمدة والتي توضح التكاليف والعوائد المتوقعة وفترة سداد تكاليف الأصل، وتقييمها وتصنيفها من جهات التقييم والتصنيف المعنية بالإضافة إلى غيرها من المتطلبات التي يشكل توافرها شروط التصديق على إصدارها من

الجهات المختصة وتقوم بتنظيم إدارة الإصدار بنوك وبيوت التمويل والخبرة ومن البنوك المتصدرة لهذا النشاط بنك دبي الإسلامي الذي بلغت جملة إصداراته في النصف الأول من العام 2008م.

والصكوك صيحة تمويلية جديدة مبعثها فقه المعاملات في الشريعة الإسلامية وهي آلية تمويلية تتجه نحو ما افتقدته البنوك الإسلامية من الشراكة الحقيقية بين عوامل الإنتاج في تمويل التنمية بصيغ المضاربة والمشاركة والتحول عن التمويل بالمرابحة والتي اعتمدت عليه أكثر من البنوك الإسلامية.

وتسهم الصكوك بصورة فعالة في تمويل مشاريع البنية التحتية من الكهرباء والماء والطرق والسكك الحديدية، وعليه فهي في حاجة ماسة إلى دراسات الجدوى والتقييم والتصنيف وصياغة العقود بما يحقق مصلحة الطرفين الممول والمتمول مع اعتبار أن تحقيق نتائج استثمار مربحة لحاملي الصكوك يعطي المصداقية لإصدار غيرها ويبني الثقة في الجهات المصدقة لها ومن ثم في تحقيق الأمن الاقتصادي والاجتماعي ويشجع رؤوس الأموال الصغيرة نحو الالتقاء والتعاون لبناء الاقتصادات النامية بقوة.

التوسع في الصكوك:

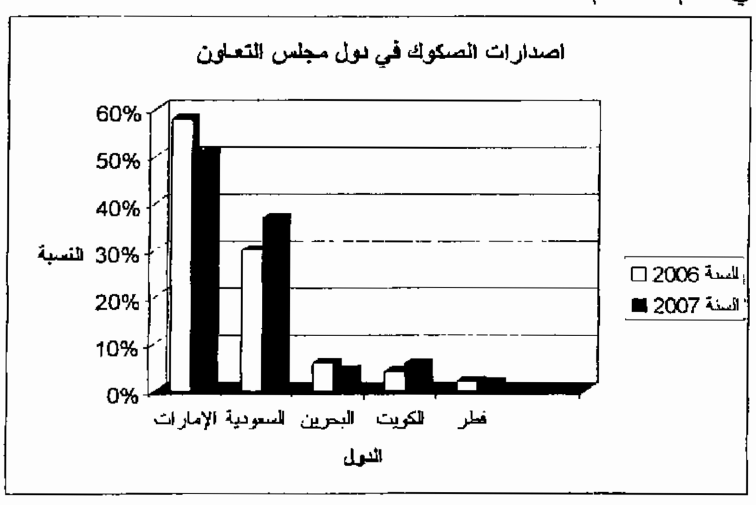
وقد تطور سوق الصكوك من 500 مليون دولار في العام 2001 حتى بلغت حوالي 31 مليار دولار بنهاية العام 2006م، بحسب سوق دبي المالي.

وترى وكالة موديز العالمية للتقييم الائتماني حجم النمو في إصدارات الصكوك قد تتراوح ما بين 30- 35 % سنويا.

إصدارات الصكوك في دول مجلس التعاون 2007/2006:

الدولة / السنة	2006	2007
الإمارات	%58	%51
السعودية	%30	%37
البحرين	%6	%4
الكويت	%4	%6
قطر	%2	%2
المجموع	%100	%100

ويلاحظ أن دولة الإمارات لها قصب السبق في إصدارات الصكوك خلال العامين الماضيين (2006- 2007م) بمعدل 58 و 51% على التوالي. وقد أخذت الإصدارات السعودية تنطلق بمعدل متزايد من 30 إلى 37% مما يتوقع معه الازدياد المستمر في حصيلة الإصدارات الخليجية بعامة ولا سيما الإماراتية والسعودية خلال السنوات القادمة. ومن المتوقع أن يعمل حجم الإصدارات الصكية ماقيمته مع ترليون دولار في العام 2015م.



اتساع سوق الصكوك:

هنالك أسباب كثيرة لاتساع سوق الصكوك منها مايلى:

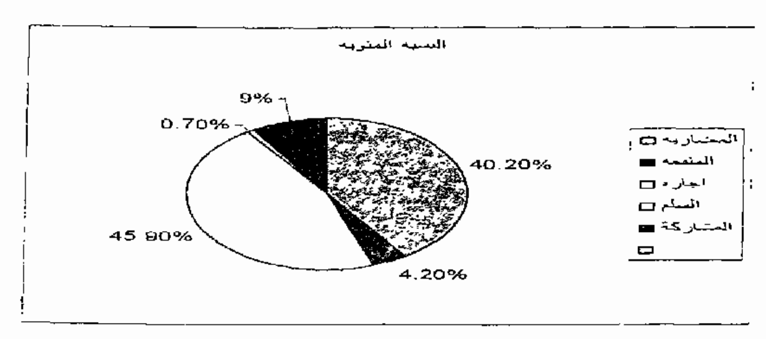
1. القناعة المتولدة عند المدخرين بعدم التعارض مع أحكام الشريعة وأداء الصكوك وهيكلتها.
2. ظهور أسواق الأوراق المالية و التداول الصكوك فيها وتوسع نطاقها.
3. البدء في وضع التشريعات الكفيلة بتنظيمها.
4. الحاجة المستمرة إلى التوسع في مشاريع البنية التحتية بدول الخليج مع توفير السيولة اللازمة لتمويل الصكوك.
5. قدراتها على توفير التحويل المستقر طويل الأجل.
6. قدرة الصكوك على الوفاء بتغطية العجز المالي.

وقد أصدرت صكوك في عدة دول إسلامية منها ماليزيا ودول مجلس التعاون وإيران وباكستان والسودان وفي دول غير إسلامية منها بريطانيا واليابان وألمانيا وولاية تكساس الأمريكية. وتقدر الاحتياجات التمويلية للمشروعات في دول مجلس التعاون بمبلغ 800 مليار دولار حتى العام 2017م. ويقدر اجمالي الصكوك في العام 2015م بمبلغ 3 ترليون دولار.

حجم اصدار الصكوك بالنوع 2007م

النوع	النسبة المئوية
المضاربة	%40.2
المنفعة	%4.2
إجارة	%45.9
السلم	%0.7
المشاركة	%9
المجموع	%100

المصدر: القبس الكويتية

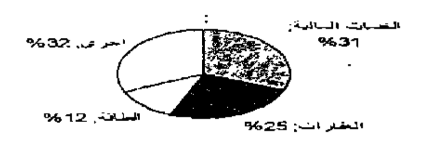


فقد تم إصدار صكوك في دولة الإمارات بقيمة 7 مليار دولار في العام 2006م وبقيمة 12 مليار دولار خلال العام 2007م. ومن المشروعات الضخمة في أبو ظبي والتي ينتظر أن يتم تمويلها عبر إصدارات الصكوك مشروع ميناء خليفة والمنطقة الحرة بحوالي 10 مليار دولار.

القطاعات الممولة بالصكوك في الإمارات

القطاع	% المئوية
الخدمات المالية	31
العقارات	25
الطاقة	12
أخرى	32
الجملة	%100

وفي غضون العام 2007م كان نصيب الإمارات وماليزيا يزيد عن 25 مليار دولار ويشكل أكثر من 75% من أجمالي الصكوك المصدرة حول العالم.



المصدر: وكالة التصنيف العالمية موديز

مصرف عجمان:

تشهد دولة الإمارات باعتبارها بلد المنشأ لأول بنك تجاري في العالم يتعامل مع الجمهور بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، –وهو بنك دبي الإسلامي– وذلك في العام 1975م، زيادة مستمرة في عداد بنوكها الإسلامية البالغة ثمانية بنكا إسلاميا بانضمام مصرف عجمان الإسلامي وبنك الهلال في أبوظبي، والتي من شأنها أن تسهم إسهاما مباشرا في ارتفاع إصدارات وقيم الصكوك فيها مما يسارع في دفع عجلة التنمية الاقتصادية من خلال تمويل المشاريع الكبرى ومشاريع البنية التحتية فيها. إن إنشاء بنك عجمان الإسلامي يمكن له أن يلعب دورا مهما في تنمية الإمارة من خلال التمويل المصرفي الإسلامي وكذلك بالإسهام في إصدار الصكوك لتمويل مشاريع البنى التحتية في الإمارة.

المفاهيم الأساسية للتوريق

أولاً: تمييز التوريق عن الإصدار المباشر للأوراق المالية

حينما يريد شخص إنشاء مشروع اقتصادي فإنه يحتاج لتمويل يقدمه من ماله الخاص ويسمى المشروع «مشروع فردى» وحينما لا تكفى موارده الذاتية فإنه يلجأ للغير إما للمشاركة معه بعدد محدود من الأشخاص في صورة «شركة أشخاص»، وإما بالاقتراض من شخص أو بنك، وحينما كبرت المشروعات وزيادة حجم النشاط ووجدت صعوبة في تجميع التمويل من عدد محدود من الأشخاص نشأت الشركات المساهمة

التي يقسم رأسمالها إلى أسهم بقيمة اسمية متساوية، ثم تطرح للاكتتاب بواسطة الجماهير، ومن هنا وجدت فكرة الأوراق المالية.

وعندما تحتاج الشركات ــ بعد قيامها ــ إلى تمويل إضافي من غير المساهمين فإنها تقترض بواسطة ورقة مالية اسمها «السندات» ويطلق على عملية التوجه للجماهير للحصول على التمويل بموجب أوراق مالية مصطلح «ديموقراطية التمويل» في مواجهة «ديكتاتورية التمويل» بالاقتراض من البنوك.

ويوجد طريق ثالث للحصول على التمويل وذلك في شركة أو مؤسسة قائمة وهي أن تبيع أحد أصولها الذي يدر تدفقا ماليا في صورة دخل بشكل منفرد عن باقي الأصول، وهذا البيع إن كان لجهة واحد فهو بيع عادى، وإن تم البيع للجماهير بحيث يملك كل منهم حصة شائعة في هذا الأصل بموجب ورقة مالية فهو التوريق.

ثانياً: تحرير المصطلحات:

أ) التوريق ــ لغة ــ مصدر ورّق. يقال ورّق الشجرُ: إذا أخرج ورقه، وورّق الشجرَ: أخذ ورقه. وأورق الشجر: أي خرج ورقه أورق، وأورق الشخص: إذا كثر ورقه ــ أي ماله.
إذن التوريق في أصل اللغة الحصول على الورق، إما بظهوره، وإما بأخذه من محله[4].

التوريق " Securtisation " اصطلاحا: تحويل الأدوات المالية الاستثمارية إلى أوراق مالية، يسهل تداولها بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية.

مصطلح التوريق: ويطلق عليه أيضا التسنيد (على أساس أن الأوراق التي تصدر هي السندات) وهو الترجمة العربية لكلمة Securitization التي تعنى عملية تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، والمشتقة من كلمة Security أي ورقة مالية[5].

وبالتالي فالتوريق من ناحية اللغة العربية مشتقة من الوَرَق (بفتح الراء) الذي يكتب عليه وليس كما يقول البعض من الورِق (بكسر الراء) أي الفضة والتي منها التورّق[6].

وذلك لأن مبتكري التوريق ومستخدميه لم يدر في ذهنهم ولم يقصدوا هذا الاشتقاق وإنما قصدوا التوريق من الأوراق المالية وخاصة سندات الدين.

ولذا فإن الترجمة هي التوريق، من الأوراق المالية بشكل عام، وبشكل خاص السندات ولذا يطلق عليه مصطلح التسنيد أي أن التسمية تعبر عن ما تؤول إليه العملية من تحويل قيمة الأصول أو الموجودات المطلوب توريقها إلى أوراق مالية (سندات) وبيعها للجمهور لتمثل وثيقة إثبات ملكية شائعة في الأصل المطلوب توريقه.

ب)مصطلح الصكوك والتصكيك: الصك في اللغة: للذي يكتب للعهدة،أو كتاب الإقرار بالمال، أو الذي يكتب في المعاملات[7].

وبالتالي فهو ورقة مكتوبة تثبت لحاملها أو صاحبها حقاً في مال، وفى اصطلاح الفكر المالي التقليدي يطلقون لفظ الصك كأحد الأوراق المالية.

فلقد جاء في قانون سوق المال المصري رقم (95) لسنة 1992 أن الأوراق المالية تتكون من الأسهم والسندات وصكوك التمويل...، بل إن الأمر وصل إلى تعميم لفظ للصك ليشمل كل هذه الأوراق فجاء في المادة (9) من لائحة قانون سوق المال المصري لفظ صكوك الأسهم، وصكوك السندات.

كما شاع استخدام الصك والصكوك في العمل المالي الإسلامي، ويعبر بها عن الورقة المالية التي تثبت حقاً لصاحبها في ملكية شائعة لموجود أو موجودات، ومنها التصكيك أي تحويل الموجودات إلى صكوك وطرحها للبيع،

وبالتالي فإن مصطلحات التوريق والتصكيك مترادفة، كما جاء في المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "التوريق: ويطلق عليه التصكيك

والتسنيد، وهو تقسيم الموجودات من الأعيان أو المنافع أو هما معا إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار صكوك بقيمتها، ولقد أوصى البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 1423هـ/2002م باختيار تسمية التصكيك بديلاً عن التوريق الذي يقصد به في التطبيق تحويل الديون إلى سندات، وهو ما يأخذ به التطبيق فعلاً في المؤسسات المالية الإسلامية.

ثالثاً: تعريف التوريق: توجد عدة تعريفات للتورق منها ما يلي:

الصكوك لغة جمع صك ويراد به: وثيقة بمال أو نحوه، وفي اللغة العربية يقال: صكه صكا أي دفعه بقوة.

وفي القرآن الكريم: {فصكت وجهها} [الذاريات: 29]، أي: لطمته تعجباً.

وصكت الباب أي أغلقته والصك لفظ معرب يقصد به وثيقة بمال أو نحوه[8].

أما اصطلاحاً فيلاحظ أن كلمة التصكيك والتوريق والتسنيد تستعمل كمفردات لمسمى واحد، أي تشير إلى نفس المعنى.

إلا أن مصطلح الصكوك قد أصبح عرفاً لدى الجمهور على خصوص الاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الغراء.

وأما التوريق أو التسنيد فلا يشتهر استعمالهما عند الباحثين في الاقتصاد الإسلامي لارتباطهما بالاستثمار التقليدي[9].

فقد عُرِّف التصكيك بأنه عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة منها وغير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها على المستثمرين[10].

وعرّفه الدكتور منذر قحف بأنه: وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولا مالية[11].

وأما التعريف الذي قرره المجمع الفقه الإسلامي فهو: (إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع لستثماري يدر دخلا[12].

وأما تعريف الصكوك عند هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فهو: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودلت مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله[13].

أهمية التوريق

إن إصدار الصكوك من قبل المؤسسات المالية أو الحكومات يكون بدافع الرغبة في زيادة قدرتها على منح التمويل، ومن ثمَّ زيادة سرعة دوران رأس المال، مما يؤدي إلى زيادة الربحية.

وبذلك تحقق المؤسسات المالية نتائج مهمة، تتمثل في:

- رفع كفاءة الدورة الماليةوالإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلةلإعادة توظيفها مرة أخرى.
- توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجةإلى زيادة حقوق الملكية.
- تسهيل تدفق التمويل، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.
- تقليل مخاطر ائتمانالأصول.
- تنشيط سوق المال عبر تعبئة مصادر تمويل جديدة،وتنويع المعروض فيها.
- الصكوك أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد منالإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد منالمعلومات في السوق.

هناك عدة أدوار لإصدار الصكوك الإسلامية، منها:

- تعبئة المدخرات.

- سهولة تدفق الأموال للاستثمارات.
- تطوير في تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية.
- توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية.
- اندماج اقتصاديات البلاد الإسلامية فيما بينها، وبينها وبين الخارج.

نشأة عملية التصكيك/التوريق

فكرة التصكيك نشأت وطرأت على ساحة العالم الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1970م، عندما قامت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري بإصدار صكوك تستند على القروض المضمونة بالرهن العقاري.

فهو منذ أول ظهوره قام على فكرة بيع القروض والديون وتداولها.

فالهدف الأساسي من التصكيك هو ربط الديون الأصلية بالأوراق المالية مباشرة من خلال تجميع الديون في شكل محفظة ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظة مضمونة بضماناتها[14].

وصلت إصدارات الصكوك حتى اليوم إلى أكثر من 150 إصداراً بأحجام متباينة وصل بعضها إلى 3.5 بليون دولار للإصدار الواحد وربما يبلغ متوسط حجم الإصدار الواحد بليوناً من الدولارات.

تصدر الصكوك عن الحكومات، فقد أصدرت حكومات البحرين وقطر وماليزيا صكوكاً كما تصدر عن الشركات مثل شركة سابك السعودية والبنك الإسلامي للتنمية ودرة البحرين وموانئ دبي...إلخ.

والذين يستثمرون بشراء الصكوك ينتشرون في كل أنحاء العالم، وتدل الإحصاءات ان نحو 50% منهم في الشرق الأوسط، و 30% في آسيا و 20% في أوروبا.

يدل معدل النمو أن للصكوك توشك أن تكون في حجمها وأهميتها صناعة موازية للمصارف الإسلامية وربما زادت عليها بالحجم، ليس أدل على ذلك ما ورد في دراسة للبنك الدولي تتوقع أن يصل حجم الصكوك الإسلامية في سنة 2015 أكثر من ثلاثة تريليونات دولار[15].

وأما عن نشأة الصكوك الإسلامية، فنشير هنا بصفة خاصة للتجربة الأردنية حيث تعد المملكة الأردنية الهاشمية أول من قدم مفهوم سندات المقارضة التي نبتت فكرتها أثناء وضع مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني بهدف أن تكون من الأدوات التي يمكن اعتمادها من البنك للحصول على تمويل طويل الأجل لمشاريعه الكبرى 16، وقد تم تعريفها في مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم (3) لسنة 1978م.

وقد كان فضل المتابعة لهذه الفكرة وإخراجها إلى حيز الوجود للأستاذ الدكتور عبد السلام العبادي من خلال دراستها في اللجان العلمية المتخصصة في وزارة الأوقاف الأردنية، حيث أثمرت هذه الجهود أن كان للمملكة الأردنية الهاشمية السبق في تأصيل قواعد سندات المقارضة وإخراجها بصورة مبدعة متميزة على أساس من اجتهاد فقهي معاصر، تبلور في قانون سندات المقارضة المؤقت رقـم (10) لسنة 1981وقد عرضت هذه السندات في حينها على مجمع الفقه الإسلامي الذي أجازها من الناحية الفقهية.

وبعد صدور قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (5) و88/08/4 الخاص بسندات المقارضة أصدر البنك الإسلامي للتنمية شهادات استثمار تمثل ملكية المستثمرين.

كما تمكن المصرف المركزي السوداني في عام 1999م، من إصدار شهادات مشاركة المصرف المركزي (شمم) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، كأدوات مالية إسلامية تؤدي وظيفة السوق المفتوح على نحو شرعي، وهي أدوات تقوم على أسس شرعية أهمها مبدأ "الغنم بالغرم"، وتتميز بدرجة من المرونة تساعد البنك المركزي على إدارة السيولة عموما، وإدارتها في الجهاز المصرفي على وجه الخصوص، بهدف الحد من التضخم.

وقد قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية برصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها في الفترة ما بين 1986 وبين 2009.

حيث تمإصدار سندات مقارضة وسندات للتنمية والاستثمار في أكتوبر – تشرين الأول عام 1986،فقام مجمع الفقة الإسلامي الدولي بالتأكيد على أهمية موضوع السندات، كما كلف باحثينمتخصصين لتمكينه من اتخاذ القرار الصائب بشان هذه السندات.

أما في شباط – فبراير عام 1988 فقد أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي الصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة.

هذا وقد قام المجمع بإصدار فتوى في آذار – مارس عام 1990 مفادها تحريم السندات واقتراح البديل لها وهو الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة.

ثم أصدرت رابطة العالم الإسلامي وهي تعتبر الجهة الثانيةالمعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامي الدولي، فتوى ثانية بتحريم التعامل بالسندات وذلكبتاريخ يناير – كانون الثاني عام 2002، وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلةللتداول في سوق ثانوية.

وفي المرحلة الخامسة قامت جهة ثالثة ألا وهي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بتحديد أنواع الصكوك وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها، كان ذلك في مايو – أيار عام 2003.

وفي المرحلة التي تليها قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي في مارس – آذار عام2004بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما انه أوصى بدراسةإصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتمليك، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة.

ومن جهته وصى المجمع نعقد ندوة متخصصةلإعداد لائحة بشان سندات المقارضة إذا كانت الصكوك مثل موجودات مختلطة ما بين أعيانومنافع ونقود وديون، وذلك في شهر يونيو – حزيران عام 2006.

أما صندوق النقدالدولي فقد جاء دوره للتأكيد على الطفرة في معاملات التورق الإسلامي حيث تمخضت عنزيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف، والتأكيد أيضا على أن عبدا متناميا منالبلدان

يفكرون في دخول سوق الصكوك، كما بين الصندوق أن أبرز تحدي للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية، كان ذلك في عام 2007 لشهرسبتمبر – أيلول.

ثم ظهرت مشكلة الصكوك في المرحلة التاسعة وتحديداً فيفبراير – شباط عام 2008 .

وفي المرحلة التي تليها ظهرت زكاة صكوك المقارضة،حيث أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة في نيسان – ابريل عام 2008 فتوى مفادهاأن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تزكي زكاة عروض التجارة معتوافر شروط الزكاة فيها.

بعد ذلك أكد صندوق النقد الدولي مرة أخرى فيالمرحلة اللاحقة في يوليو – تموز عام 2008 على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية (الحكومية) والتأكيد كذلك على أن الصكوك تلقى اهتماما أكثر سواء من المسلمين أو منغيرهم، كما أكد الصندوق على أن أبرز التحديات التي تواجه الصكوك هي القوانين والخلافالفقهي.

وفي نفس تاريخ المرحلة السابقة ظهرت الصكوك الإسلامية الخاصةبالإجارة، حيث أصدر المجلس الأوروبي للإفتاء عقد الإجارة الواردة على منافعالأعيان، فيمكن بذلك من الاستفادة منه من خلال الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارةفهي تعتبر من أكثر أنواع الصكوك مرونة وضبطا.

وفي ماليزيا قام مجلس الخدماتالمالية الإسلامية في يناير – كانون الثاني عام 2009 بوصف هياكل الصكوك والتعريفبها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك، كما قام المجلس بمعالجة التعرضلمخاطر الصكوك والتصكيك لأغراض راس المال النظامي ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمانالتي تتعرض لها عملية التصكيك بالإضافة إلى معالجة للتعزيز الائتماني المقدم منالمصدر أو المنشئ ومعالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته.

وفي المرحلة قبل الأخيرة أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي في نيسان – ابريل عام 2009 وقف الصكوكلأنها أموال معتبرة شرعا، مبينا الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك.

وفي المرحلة الأخيرة استعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها، مؤكدا على إيجاد الإطارالقانوني لها، وكان ذلك في ابريل – نيسان عام 2009.

دوافع التوريق[17]

يمكن فهم الدافع الأساسي للتوريق من ظروف نشأته، والتي ارتبطت بالرهن العقاري، ذلك أن هذا الرهن يقوم على علاقة ثلاثية بين مال عقار ومشترى العقار والممول حيث يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بالتقسيط تسدد خلال مدة طويلة تصل ما بين 15 إلى 30 سنة.

وفى نفس التعاقد يحيل البائع حقوقه في الأقساط إلى الممول الذي يدفع له الدين الذي في ذمة المشترى وبقيمة أقل، ويعتبر المبلغ قرضاً على المشتري للممول يسدده مع فوائده خلال مدة التقسيط.

وتتم هذه العملية من جانب الممول للآلاف من المشترين، وبالتالي تصبح لديه مبالغ كبيرة جداً في صورة قروض في ذمة المشترين مضمونة برهن العقار لصالحه، ولأن الممول يحتاج لاستمرار نشاطه إلى تمويل والمتحصل من الأقساط لا تكفى ذلك وأمامه مدة طويلة لتحصيلها، لذلك تم التفكير في قيام الممول ببيع القروض التي له للحصول على السيولة.

ومن الصعب وجود مشتر واحد يمكنه شراء هذه القروض، فتم اللجوء لبيعها لعدد كبير من المشترين بواسطة تقسيم قيمة القروض إلى فئات صغيرة وإصدار أوراق مالية (سندات) بها وطرحها للاكتتاب العام ليقوم المستثمرون الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم بوسيلة مضمونة وذات عائد محدد وهو ما يتوفر في هذه القروض، حيث إنها مضمونة برهن العقار، وتدر عائداً محدداً هو الفائدة، ولتأكيد جاذبيتها للاستثمار وجد الوسطاء من شركة التوريق ووكالات التصنيف ومعززو الائتمان

(الضامنون)، إضافة إلى مقدمي الخدمات الآخرين لتسهيل تنفيذ هذه العملية[18].

وتتمثل دوافع عملية التصكيك التي تدفع المؤسسات المالية إلى إصدار الصكوك الاستثمارية في النقاط التالية[19]:

1) إعادة تدوير الأموال المستثمرة دون الحاجة للانتظار حتى يتم تحصيل الحقوق المالية على آجالها المختلفة؛ لأن التصكيك يساعد على تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول تتصف بالسيولة.

2) خفض تكلفة التمويل والمخاطر؛ لأن التصكيك يتيح القدرة على تعبئة مصادر التمويل بالحصول على مستثمرين جدد ومن ثم توفير تمويل طويل أو متنصف الأجل. وبالتالي، يتسم بانخفاض درجة المخاطر نظرا لكون الصكوك مضمونة بضمانات عينية وهي الأصول[20]. وبالإضافة، أن عملية التصكيك تتطلب فصل محفظة التصكيك وما يلحقها من ضمانات عن غيرها من الأصول المملوكة للشركة منشئة الصكوك.

3) تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع المعروض فيها من الأوراق المالية وتنشيط سوق تداول الصكوك. والصكوك أيضاً تمكن تمويل النشاطات الاقتصادية الضخمة ما لا تقدر عليه الجهات التمويلية بانفرادهم.

4) تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للشركة منشئة الصكوك من حيث أن التوريق يتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن الشركة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً.

5) المواءمة بين آجال التمويل أي مصادر واستخدامات الأموال، فعملية التصكيك تساعد الشركة في الحصول على السيولة اللازمة لسداد التزاماتها قصيرة الأجل.

6) أما بالنسبة للمصارف التي بطبيعتها يوجد لديها محافظ حقوق مالية بمبالغ كبيرة متمثلة فيما تمنحه من قروض وتسهيلات ائتمانية، فعملية التصكيك تكتسب أهمية خاصة بالنسبة لها وهي:

- تحسين معدل كفاية رأس المال في ظل معايير بازل 2
- تحسين المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات
- الحصول على التمويل اللازم لمنح قروض جديدة
- تنويع أفضل لمخاطر الائتمان
- خفض تكلفة التمويل وتنويع مصادره
- توسيع نشاط أسواق المال

ويلاحظ رغم المميزات المذكورة للتصكيك أو التوريق فإنه قد تؤدي إلى انخفاض جملة رأس المال الموظف في النظام المصرفي، وبالتالي عرضة إلى الهشاشة المالية للنظام المالي على المستويين الوطني والعالمي[21]، كما لاحظنا ما وقع في الولايات المتحدة الأمريكية في العام الماضي من الأزمة الاقتصادية.

وهكذا يتضح أن الدافع الأساسي للتوريق هو توفير السيولة لمالكي الأصول التي لا يوجد لها سوق نشطة، وتتأخر مواعيد استحقاقها أو تصفيتها إلى أجل بعيد، ووجود وسيلة جديدة ذات جاذبية للمدخرين لاستثمار أموالهم.

منافع وفوائد التوريق

يحقق التوريق فوائد لجميع المتعاملين فيه وللمجتمع من أهمها ما يلي:

أ) التحرر من قيود الميزانية العمومية، فمن المعروف محاسبياً أن الأصول محل التوريق والتي تكون في الغالب ديوناً تظهر كأحد بنود الميزانية العمومية وعند حساب كفاية رأس المال وقياس مخاطر الائتمان، فإن هذه الديون ترجح (تعدل) قيمتها بمقدار للحظر المتوقع بعدم تحصيل بعضها.

وبالتالي تقل قيمتها المحسوبة، وحيث إن الأصول تكون بسطاً في معادلة حساب كفاية رأس المال، إذا سوف تتأثر هذه الكفاية بالانخفاض لنقص هذا الأصل بقيمة معدل المخاطر، وعند توريق هذه الديون سوف يختفي من الميزانية لتحويله إلى الشركة المتخصصة في التوريق، ويحل محلها الثمن الذي تدفعه الشركة فترتفع قيمة الأصول، وبالتالي يزيد رقم معدل كفاية رأس المال.

ومن جانب آخر فإن أي منشأة لديها ديون على الغير تستقطع من

إيراداتها نسبة معينة من قيمة الديون لتكوين مخصص الديون المشكوك في تحصيلها بما يقلل صافي الربح، وبالتوريق سوف يختفي رصيد المخصص، ويُرَدُّ إلى الإيرادات ولا يظهر في الميزانية العمومية.

ب) يعتبر التوريق بديلاً لوسائل الحصول على التمويل الأخرى مثل الاقتراض من مؤسسات أخرى أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي عليه كلاهما من قيود ومشكلات.

ج) يعمل التوريق على تحويل الأصول غير السائلة (غير النقدية) إلى أصول سائلة في صورة نقدية يمكن للمنشأة توظيفها مرة أخرى مما يؤدى إلى توسيع حجم الأعمال.

د) يؤدي التوريق إلى تقليل مخاطر الائتمان، إذ أن المؤسسة التي تورق بعض أصولها لا تكون مسئولة عن الوفاء بها لحملة الأوراق المالية، وبالتالي كأنها بالتوريق نقلت مخاطر الائتمان إلى الغير وقامت بتفتيتها وتوزيعها على حملة السندات.

ه) الدمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال مما يؤدى إلى تنشيط السوق المالية من خلال تداول الأوراق المالية التي تصدر عن الأصول محل التوريق.

ومن الجدير بالذكر أن هذه الدوافع والفوائد للتوريق تنطبق على التوريق التقليدي الذي يتم على الديون، وعلى التوريق (التصكيك) الإسلامي مع مراعاة الاختلافات في كل منهما.

أنواع التوريق/التصكيك

ينقسم التوريق إلى عدة أنواع من عدة أوجه منها ما يلي:

أ- أنواع التوريق بحسب نوع الأصول محل التوريق وهى:

1- توريق القروض أو الديون، وتتمثل في القروض التي تمنحها المؤسسات التمويلية للعملاء لتمويل شراء وحيازة العقارات بالدرجة الأولى فيما يعرف بالرهن العقاري، وكذا ديون بطاقات الائتمان، وتمويل شراء السيارات والأصول الرأسمالية من بواخر وطائرات ومعدات.

2- توريق تدفقات الفوائد المستقبلية، التي ستُستَحق للمورق فقط دون أصل للقرض أو الدين، ويكون باستعجال الفوائد المقررة على

القروض ويكون حق حملة الأوراق المالية هو قبض هذه الفوائد تباعاً عند استحقاقها حتى نهاية أجل استحقاق القرض، فالعملية بهذا الشكل تدخل فقهاً في بيع المعدوم.

3- توريق مستحقات متوقعة، مثل تاجر مرتبط بعقود تصدير بمبالغ كبيرة وسوف يستمر تنفيذ العقد سنوات على أن يتسلم مستحقاته تباعاً خلال هذه السنوات فيتفق مع شركة توريق على نقل (بيع) هذه المستحقات المتوقعة وإصدار أوراق مالية بها.

4- توريق الموجودات العينية، مثل الأصول المؤجرة بالاتفاق مع شركة توريق على إصدار أوراق مالية (صكوك إجارة) بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام ليشتريها المستثمرون، فيكونون ملاكاً على الشيوع في الأصل ويحصلون على أقساط الإيجار إضافة إلى استهلاك (إطفاء) قيمة الأصل المورق تباعاً، ويمكنهم تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية.

5- توريق أدوات التمويل، من مشاركات ومضاربات، ممثلة في حصة المؤسسة البادئة للتوريق في رأس مال هذه الأدوات عن طريق الاتفاق مع شركة التوريق التي تقوم بطرح قيمة التمويل في صورة أوراق مالية (صكوك مشاركة أو مضاربة) ليشتريها المستثمرون والذي يكون من حقهم الحصول على حصة من العائد المحقق، إضافة إلى أصل رأس المال، ويمكنهم تداولها بالبيع في السوق الثانوية.

ب- أنواع التوريق بحسب أسلوب أو طريقة التوريق وهي:

الطريقة الأولى: البيع الفعلي الحقيقي للأعيان والمنافع.

الطريقة الثانية: حوالة الحق.

الطريقة الثالثة: التجديد أو الاستبدال أو التنازل.

الطريقة الرابعة: المشاركة الجزئية.

ج- أنواع التوريق بحسب الضمانات، وتنقسم إلى:

1- التوريق بضمان أصول ثابتة: مثل التمويل العقاري الذي يكون العقار مرهوناً للمقرض.

2- التوريق بضمانات متحصلات آجلة: وذلك في حالة الديون التي لا يُقدِّم المدين فيها ضمانات عينية؛ مثل ديون بطاقات الائتمان والسلع الاستهلاكية.

3- التوريق بضمان حكومي، وذلك في حالة كون المدين جهة حكومية وتضمن الحكومة المركزية السداد من الموازنة العمة للدولة.

د- أنواع التوريق بحسب الجهات الملتزمة بالأصول محل التوريق وتنقسم إلى:

1- أفراد وذلك يظهر في حالة التمويل العقاري وبطاقات الائتمان، وكذا عند تأجير العين للأفراد أو المشاركات والمضاربات مع أفراد.

2- مؤسسات، مثل الديون التي على المؤسسات المالية، أو التمويل الإسلامي لبعض المؤسسات.

3- جهات حكومية، مثل الديون التي على بعض الحكومات ضمن الدين العام، وكذا ما يحدث في التمويل الإسلامي لبعض الحكومات[22].

تختلف أنواع التوريق/التصكيك باختلاف أصولها على النحو الآتية:

1) الصكوك المستندة على القروض المضمونة بالرهن العقاري Mortgage Backed Securities وهي تصكيك القروض المستندة على مجموعة من القروض العقاري.

2) الصكوك المستندة على مجموعة من الأصول ذات التدفقات النقدية الدورية والقروض بأنواعها المختلفة غير الرهون العقارية، بل هو ناتج عن تجميع الأصول المتجانسة ذات التدفقات النقدية في وعاء استثماري واحد وتمثيلها بصكوك قابلة للتداول والاتجار، وهو المعروف بـ Asset Backed Securities

وتتدرج أنواع الصكوك باعتبار نوعية الأصول التي تمثله من ضمن Asset Backed Securities إلى:

1) صكوك الديون Debt Based Securities وهي التي تصدر وفق عقود تثبت بها الديون في الذمم كعقد البيع بثمن آجل.

2) صكوك المبنية على الحصة الشائعة Equity Based Securities وهي التى تصدر وفق عقود مشاركة.

3) صكوك الإجارة Lease Based Securities وهي التى تصدر وفق عقود الإجارة.

أركان التوريق

التوريق بصفته عقداً له أركان تتمثل في الآتي:

الركن الأول: (المباشر للعقد) وهم أطراف عملية التوريق:

أ) الأطراف الأصيلة في عقد التوريق وهم:

1- الجهة أو الشركة المنشئة لمحفظة التورق، ويطلق عليه اصطلاح البادئ أو المنشئ للتوريق، وهو صاحب أو البائع الأول للأصول أو محفظة حقوق مالية تبيعها وتحصل على مقابلها نقدا (The Originator).

2- شركة التوريق، التي يتم تحويل الأصول محل التوريق إليها من البادئ للتوريق لتتولى إصدار الأوراق المالية بقيمتها ويطلق عليها الشركة ذات الغرض الخاص (Special purpose Vehicle) ويختصر إلى SPV كما يطلق عليها أيضاً المصدر، ودوره يتمثل في الالتزام بسداد قيمة الأصل للمنشئ بمبلغ أقل من القيمة الأصلية له و إصدار الأوراق بالقيمة الكاملة للأصل وكسب الفرق ثم خدمة وضمان مستحقات حملة الأوراق المالية، وهذه الشركة تعتبر كمشتري الأصول من المنشئة ثم تبيعها إلى المستثمرين.

3- الملتزم بحقوق للبادئ بالتوريق.

4- المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب في الأصول المورقة، أو Bondholders or Investors، ولهم ن يستردوا أصل قيمتها، ويستحقون العائد على هذه السندات من حصيلة محفظة التوريق في المستقبل.

5- محفظة التوريق أو Portfolio Asset يتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة السندات في تواريخ استحقاقها.

ب) أما الأطراف الأخرى، فهم الذين يتم الاتفاق معهم لتأدية خدمات خاصة لعملية وهم:

1) وكالات التصفية العالمية: وهى وكالات متخصصة تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للأوراق المالية المطروحة وما تتمتع به من ضمانات وتحديد نسبة المخاطر التي تنطوي عليها.

2) شركة التصنيف الائتماني Credit Rating Agency ووظيفتها تحديد قدرة الشركة المنشئة للسندات على الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات.

3) الجهة المكلفة بخدمة الأوراق المالية وذلك بالقيام بتحصيل التدفقات النقدية الخاصة بها وتسليمها إلى حملة الأوراق، وهى قد تكون نفس الشركة البادئة، أو غيرها حسب الاتفاق.

4) الجهة المسئولة عن تحصيل محفظة التوريق Servicer وهي الجهة التي تتولى تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع التي استخدمت كمحفظة توريق وتحصيل العائد عليها.

5) مدير ومستشار الإصدار يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التوريق والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.

6) الضامنون لحقوق حملة الأوراق المالية في تحصيل مستحقاتهم، وقد يكونوا إحدى شركات التأمين أو مؤسسة حكومية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تم إنشاء وكالة فيدرالية تعرف باسم المؤسسة الحكومية للرهن العقاري Association Government National Mortgage ويطلق عليها لقب الجينى مى Ginnie Mae وهى مؤسسة حكومية بنسبة 100%، وأساس عملها يتلخص في قيامها بدور الضامن لسندات الرهن العقاري التي يصدرها المورقون الذين تنطبق عليهم مواصفات جينى مى بشأن القيام بإصدار سندات للرهن العقاري.

7) أمين الحفظ Custodian أمناء الحفظ، ودورهم يتلخص في حفظ الأوراق المالية واستلام مستحقات حملة هذه الأوراق من القائم بالخدمة وتسليمها لهم.

8) مستشار الطرح ودوره هو ترتيب وترويج طرح الأوراق المالية في السوق.

9) ضامنو الاكتتاب ودورهم هو التعهد بأن يتم الاكتتاب في جميع الأوراق المطروحة وأنه إذا بقيت أوراق بدون اكتتاب فيها (دون شرائها) تلتزم بتغطيتها.

الركن الثاني: محل التعاقد، ويتكون من:

أ) الأصل محل التوريق، الأصول المملوكة للمنشأة، والتي تدر دخلاً بصفة منفردة.

ب) الأوراق المالية المصدرة (سندات أو صكوك) والتي يتم بيعها للمستثمرين، وعادة ما تباع بعلاوة إصدار أي مبلغ زيادة عن القيمة الاسمية للسند أو الصك، وتمثل العلاوة دخلاً لشركة التوريق بجانب الفرق بين القيمة الأصلية للدين المورق، وبين ما تدفعه للمنشأة البادئة، وإضافة لذلك تكون قيمة الاكتتاب وهى ما يدفعه المستثمرون لشراء الأوراق المالية من عناصر محل عقد التوريق.

الركن الثالث: (الرابط) الصيغة التي تعبر عن إرادة المتعاقدين في إبرام الصفقة، وتتمثل في التوقيع على العقود التي تُبْرَم.

إجراءات التوريق (كيف تتم عملية التوريق/التصكيك)

تتم عملية التصكيك حسب الخطوات المعينة ومراحلها، من خلال ثلاثة خطوات، وهي[23]:

1) مرحلة إصدار الصكوك Issuance

2) مرحلة إدارة محفظة الصكوك Servicing

3) مرحلة إطفاء الصكوك

Repayment to Sukuk Holders

أولاً- مرحلة إصدار الصكوك، وتتم هذه المرحلة بالخطوات التالية[24]:

الخطوة الأولى: الشركة المنشئة تعين الأصول التي يراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديه من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى SPV وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقا للشروط والإجراءات الخاصة.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها. تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

ثانيا- مرحلة محفظة الصكوك بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

ثالثا- مرحلة إطفاء الصكوك بدفع قيمة الصكوك الاسمية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار[25].

ويتم ذلك وفقاً للخطوات الآتية:

أ) تملك المؤسسة البادئة للأصل محل التوريق، كما سبق القول فإن التوريق يتم بتحويل أحد الأصول التي تملكها المؤسسة إلى شركة التوريق لتصدر عنها أوراق مالية تطرحها للاكتتاب العام.

ب) علمية فرز وتجميع (حشد) مكونات هذا الأصل في حزمة واحدة تتشابه فيها معدلات العائد وأجل الاستحقاقات.

ج) تقييم الأصل محل التوريق لتحديد مدى تطابق القيمة الدفترية له مع القيمة التي سيورق بها، وذلك بواسطة أحد مكاتب التثمين.

د) التقييم بواسطة إحدى وكالات التصنيف لتحديد الجدارة الائتمانية وللمقترض في حالة الديون ومستوى العائد في حالة أصول المشاركات والإجارات ومدى كفاءة الشركاء وانتظام المستأجرين في سداد المستحق عليهم.

ه) إجراءات اتفاق التعزيز الائتماني بواسطة الضامنين سواء

مؤسسات حكومية أو شركة تأمين أو جهة أخرى.

و) الاتفاق مع شركة التوريق على كيفية تحويل الأصل لها حسب أساليب التوريق، وتحديد المبلغ الذي ستدفعه مقابل هذه الأصول.

ز) سداد شركة التوريق المبلغ المستحق عليها للمؤسسة البادئة؛ إما باقتراضها المبلغ من إحدى المؤسسات المالية بفوائد أو من حصيلة التوريق.

ح) قيام شركة التوريق بإصدار الأوراق المالية الممثلة للأصل بالقيمة الاسمية زائداً علاوة الإصدار، وطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين.

ط) اختيار الجهة التي ستقوم بخدمة الأوراق المالية.

ي) استلام شركة التوريق لحصيلة الاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة من مستشار الطرح، وسداد القرض الذي أخذته من المؤسسة المالية أو دفع مستحقات للمؤسسة البادئة.

ك) قيام الجهة التي تم اختيارها بتحصيل العوائد والأقساط المستحقة لمدين الأصل، وتسليمها لأمين الحفظ لتوزيعها على حملة الأوراق المالية، ثم إطفاء قيمة الأوراق تدريجياً بردِّ جزء من قيمتها لهم.

ل) يمكن لمَن يرغب من المستثمرين حملة الأوراق المالية، بيع هذه الأوراق في السوق الثانوية؛ إما بالسعر نفسه الذي تم الشراء به، أو أكثر، أو أقل حسب أسعارها في الأسواق المالية.

م) في أجل استحقاق الأوراق المالية تكون العملية قد انتهت.

ن) في حالة تأخر أو توقف الملتزمين بالأصل المورَّق عن دفع المستحق عليهم من أقساط أو فوائد أو عوائد تقوم الجهة الضامنة بالسداد لتسليمها للمستثمرين.

طرق (أساليب) التوريق

إن جوهر التوريق يقوم على تحويل أو نقل الأصول محل التوريق من مالكها (المؤسسة البادئة بالتوريق) إلى شركة التوريق.

إن توريق أو تصكيك الأعيان والمنافع يقوم على البيع الحقيقي للأصل محل التوريق لحملة الصكوك.

أما توريق الديون، فإنه يتم ذلك باستعمال إحدى الطرق الآتية.

الطريقة الأولى: نقل الأصول عن طريق حوالة الحق (assignment):
وحوالة الحق إحدى صور انتقال الالتزام، وهى: أن يحيل الدائن إلى غيره ماله من حق فى ذمة مدينة.

وتختلف عن حوالة الدين التي يقوم فيها المدين بتحويل دائنه على مدين له.

ففي حوالة الحق يكون الدائن الأصلي هو المحيل، والدائن الجديد المحال، والمدين للدائن الأصلي المحال عليه، ومبلغ الدين المحال به.

وطريقة استخدام حوالة الحق في التوريق أن تحيل المؤسسة البادئة للتوريق (الدائن الأصلي) حقوقه قبَل المدينين بصفاته (القيمة ونوع العملة) وتوابعه (الفوائد والأقساط) وضماناته، إلى شركة التوريق بمقابل أقل من قيمة الدين؛ لتتولى توريقه بطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام.

وتنقضي علاقة الدائن الأصلي المحيل بمجرد انعقاد حوالة الحق فلا يضمن سداد الدين ولا يحصله إلا إذا تم الاتفاق على قيامه بتحصيله بصفته نائباً عن شركة التوريق (المحال إليه) وبمقابل لأتعابه[26].

الطريقة الثانية: نقل الأصول عن طريق التجديد أو التنازل أو الاستبدال (Novation) أو حلول شركة التوريق محل المؤسسة البادئة للتوريق في ملكية الأصل.

ويكون باتفاق (ثلاثي) بين المدين من جانب، والمؤسسة البادئة للتوريق (الدائن الأصلي) وشركة التوريق من جانب آخر على انقضاء الالتزام الأصلي بين المدين والدائن الأصلي، ونشوء التزام جديد مكانه بين المدين وشركة التوريق.

ولا تنتقل التأمينات العينية التي تكفل تنفيذ الالتزام الأصلي إلا بالاتفاق على ذلك بين الأطراف الثلاثة كما لا تنتقل التأمينات الشخصية إلا برضا الضامنين[27].

الطريقة الثالثة: المشاركة الجزئية الفرعية: وتقوم هذه الطريقة على اتفاق بين المؤسسة البادئة للتوريق (الدائن الأصل) وبنك يسمى البنك المشارك أو القائد ينطوي هذا الاتفاق على قيام البنك المشارك بتقديم مبلغ (قرض) للمؤسسة مقابل سندات مديونية على أن يسترد البنك المشارك

أمواله وفوائدها عندما تستلم المؤسسة البادئة (من المدين) من المدنين أقساط الدين وفوائدها ثم تسليمها للبنك المشارك.

فالعملية بهذا الشكل قرض من البنك المشارك بضمان الديون التي للمؤسسة البادئة على الغير مع الربط بين سداد هذا القرض والمتحصلات من المدينين، ودون أن تكون هناك علاقة بين البنك المشارك والمدينين، كما أن المؤسسة ملتزمة فقط بالسداد عندما تستلم المبلغ من المدنين والبنك المشارك هو الذي يتولى توريق الدين فهو مصدر أيضاً[28].

ومن الجدير بالذكر أن طريقة حوالة الحق هي الطريقة الأكثر تطبيقاً في عمليات التوريق[29].

الأصول المحظور دخولها في التوريق/التصكيك

اتفق الفقهاء على حرمة دخول الأصول التي تستند إلى القروض الربوية.أما الخلاف ففي كون الأصول مجموعة من القروض في الذمم المستندة إلى الأدوات التمويلية الإسلامية كالبيع بثمن آجل والمرابحة، فهل يجوز تصكيكها؟.

قرر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عدم جواز تصكيك الديون في الذمم[30]؛ وذلك لعدم جواز بيع الدين عند جمهور الفقهاء.

أما في ماليزيا، فقد أصدر المجلس الاستشاري الشرعي بهيئة الأوراق المالية الماليزية قرارا بجواز بيع الدين، وبالتالي جواز توريق الديون في الذمم[31].

وبرر قراره بأن السبب الأساسي في اختلاف الفقهاء هو الغرر وعدم القدرة على التسليم، وذلك ينتفي بوجود هيئة خاصة لمراقبة العملية كلها تحت البنك المركزي وكذلك هيئة الأوراق المالية. فلذلك يمكن التغلب على مسألة الغرر[32].

مخاطر التوريق

إن السندات القائمة على التوريق وإن كانت مضمونة من حيث العقود والالتزامات من قبل الجهة المصدرة ونحوها، ولكن هناك مخاطر غير مباشرة كما حدث ذلك للسندات القائمة على الرهون العقارية

الأمريكية التي أدت إلى انهيار معظم المؤسسات الكبرى، وإلى أزمة في الاقتصاد الأمريكي، والأوروبي وغيرهما.

إن التوريق يعتمد على الأصول (الديون) التي تمثل مصدر إعادة الوفاء، أو مرد الوفاء الذي يعد العمود الفقري لصفقة التوريق بكاملها، ولذلك فإن أي خطر يهدد هذه الديون قبل الوفاء بها يمثل تهديداً للشركة المصدرة (S.P.V) وللمستثمرين، بل إن سندات التوريق كما تتأثر بأي خطر يهدد المدينين، كذلك تتأثر بأي خطر يهدد البنك الدائن الأول الضامن، حيث إن اضطراب مركزه المالي يمثل خطراً مهدداً بإفلاسه، وهذا بالضرورة ينعكس على أصوله، وبالتالي على أدائه ووفائه[33].

ومن أهم مخاطر التوريق ما يأتي:

1) مخاطر الضمانات، حيث إن سندات التوريق تعتمد في الغالب على ضمانات ديونها المتمثلة في الرهون العقارية، حيث إنها معرضة لتقلبات خطيرة في أسعارها ناهيك عن التقديرات المُبالغ فيها لقيمتها بسبب المضاربات فيها، وما الأزمة المالية الناتجة عن الرهون العقارية وسنداتها عنا ببعيد.
2) مخاطر إفلاس المؤسسات المالية الضامنة، والمؤسسات العاملة في التوريق ــ كما نرى اليوم ــ وعلى الرغم من أن البنك قد يمنح حق امتياز لديون التوريق، أو اختصاص أو رهن على بعض ممتلكاته، ولكن كل ذلك لا يحول دون تعرض السندات لخطر العجز عن الوفاء، أو التأخير في دفع قيمتها.
3) مخاطر تقلب أسعار العملات، والتضخم.
4) مخاطر تقلب أسعار الفائدة.
5) مخاطر التسويق والسوق.

فهذه هي أهم المخاطر التي تتعلق بالتوريق يمكن تلخيصها في خطرين اثنين نذكرهما مع كيفية الحدّ من آثارهما، وهما:

- خطر التأخير عن الأداء.
- وخطر العجز عن الوفاء بأصل الدين وفوائده.

وهما خطران كبيران يرجعان إلى طبيعة السندات القائمة على الائتمان والديون دون الأصول العينية الحقيقية، وبالتالي فإن أية هزة تهزّ مركز المدينيين والضامنين أو أحدهما ستنعكس آثارها على السندات نفسها، ومن جهة أخرى فإن ربط السندات بقدرة العملاء على الأداء والوفاء يعرضها لحالة كل واحد منهم من حيث القدرة والعجز، والوفاة والإعسار والإفلاس إضافة إلى ما يتعرض له البنك الدائن البادئ للتوريق.

نعم إن للطرف الآخر الحق في مطالبة ذلك البنك في حالة إنهاء العقد بالتعويض، غير أن مبلغ التعويض ليس له أولوية في القانون الأمريكي وبعض القوانين الأخرى، بل يصنف ضمن التعويضات العامة غير المضمونة بالنسبة للبنك البادئ للتوريق.

والخلاصة أن هناك مخاطر كبيرة في سندات التوريق في حالة الإفلاس، ومع ذلك أقبلت عليها المؤسسات التقليدية بشكل كبير بدافع تضخم رأس المال والفوائد، ولذلك فالصيغة التي تحقق نوعا من الحيطة والحذر هي فصل الأصول عن البنك البادئ للتوريق من خلال بيعها للمصدر (S.P.V) إضافة إلى دراسة حالة البنك، والمدينيين، وكل ما يتعلق بالموضوع حتى تقل المخاطر.

- مخاطر الائتمان.
- مخاطر مؤسسيةللجهات العاملة في التوريق.
- مخاطر تتعلق بإدارة وتشغيل عملية التوريق.
- مخاطرتقلب أسعار الفائدة.

الصكوك في المعيار الشرعي

وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان، أو ملكية منافع، أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص.

وقد ذكر المعيار الشرعي (17) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أنواع صكوك الاستثمار:

صكوك ملكية الموجودات المؤجرة.

صكوك ملكية المنافع.
صكوك السلم.
صكوك الاستصناع.
صكوك المرابحة.
صكوك المشاركة.
صكوك المزارعة.
صكوك المساقاة.
صكوك المغارسة.

وحدد المعيار المذكور الضوابط الشرعية لتداول الصكوك، من حيث جواز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، بخلاف الديون التي لا يجوز تصكيكها (توريقها) بغرض تداولها.

وهناك أنواع أخرى:
صكوك المضاربة.
صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة.
صكوك الخدمات.

الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الشرعية

إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية القائمة على أساس عملية التوريق تصدر بالاستناد لعقد شرعي على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية، وتترتب على هذا العقد أحكام وآثار هذه الصيغة[34]، ويوجه الإيجاب إلى المكتتبين عن طريق نشرة الإصدار التي تتضمن جميع أركان وشروط العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك الاستثمارية على أساسه، ويعتبر شرائهم لهذه الصكوك قبولا.

وإصدار الأوراق المالية الإسلامية محكوم بضوابط شرعية عامة تنطبق على جميع عمليات التوريق الإسلامية وضوابط شرعية خاصة وفقا للصيغة التي تمت عملية التوريق على أساسها نبينها فيما يلي[35]:

الضابط الأول:

أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أُصدِرَت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته.

ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل موجودات المشروع ـ العينية والمعنوية ـ وديونها.

الضابط الثاني:

يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار) وأن (الإيجاب) يعبر عنه (الاكتتاب) في هذه الصكوك، وأن (القبول) تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة.

إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ إيجابا ويكون الاكتتاب قبولا[36].

ولا بد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في العقد الذي يمثله الصك؛ من حيث بيان معلومية رأس المال، وتوزيع الربح، مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار؛ على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.

الضابط الثالث:

أن تكون الصكوك قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذوناً فيه من الشركاء مع مراعاة الشروط التالية:-

أ- إذا كان رأس مال المشروع المتجمع بعد الاكتتاب، وقبل مباشرة العمل ما يزال نقوداً فإن تداول الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف ـ من تقابض البدلين في مجلس الصرف قبل التفرق، والخلو عن الخيار، والتماثل؛ إذا بيع أحد النقدين بجنسه[37]، أي إن القيمة الاسمية المدفوعة هي الأساس، حيث يباع فيها الصك دون زيادة أو نقصان.

ب- إذا صار رأس المال ديوناً تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون[38].

ج- إذا صار رأس المال موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع؛ فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع[39].

كما يجب مراعاة الشروط التالية (في حدها الأدنى) في نشرة الإصدار:
أن تكون الصيغة التي أصدر الصك على أساسها مستوفية لأركانها، وشروطها، وألا تتضمن شروطاً تنافي مقتضاها أو يخالف أحكامها، من ذلك:

1- أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة رقابة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال الوقت.

2- أن تتضمن النشرة تحديد مجال الاستثمار وتحديد صيغة التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسها، كالإجارة، أو المضاربة، أو المشاركة، أو المرابحة، أو السلم، أو المزارعة.

3- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو الصكوك على نص بضمان حصة الشريك في رأس المال، أو ضمان ربح مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال، فإن نص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان[40].

4- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار، ولا الصك الصادر بناء عليها على نص يلزم أحد الشركاء ببيع حصته، ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل. وإنما يجوز أن يتضمن الصك وعداً بالبيع. وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد، وبالقيمة التي يرتضيها الخبراء، وبرضا الطرفين.

5- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار، ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح؛ فإن وقع كان الشرط باطلاً، ويصح العقد، وتوزع الأرباح بحسب رؤوس الأموال، إن لم يكن قد تم الاتفاق على نسب التوزيع.

ويترتب على ذلك:

- عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك، أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار والصكوك الصادرة بناء عليها.
- محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال، وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح، إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم فهو الربح، الذي يوزع بين حملة الصكوك ؛ وفقاً لشروط العقد.
- يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع، ويجب أن يكون معلناً وتحت تصرف حملة الصكوك.

6- يُستَحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيض أو التقويم، ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيراداً أو غلة؛ فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.

7- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، أما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

8- ليس ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو الصكوك على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته، وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، وعلى أن يكون التزاماً مستقلاً عن العقد؛ بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك الدفع ببطلان العقد، أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به ؛ بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد.

أبرز التحديات

- ضعف الوعي بأهمية الصكوك، وضرورتها الاقتصادية.
- غياب الإطار التشريعي الواضح والمنظم لعملية إصدار وإدارة الصكوك.
- ضعف آلية العمل في السوق الثانوية؛ إن وُجِدت.
- قصر التداول في مجمل السوق الثانوية بين البنوك وعدد قليل من المؤسسات الاستثمارية، مما يطيل إجراءات التداول والمقاصة.
- غموض النصوص النظامية المتعلقة بالصكوك.
- صعوبة توفير العناصر اللازمة لحماية أصول الصكوك من مخاطر الأصول الأخرى المملوكةللمصدر.
- الاختلافات الفقهية رغم وجود المعايير الشرعية.
- بعض الصكوك لا تعدو أن تكون نوعاً من أنواع بيع العينة المحرم.
- بعض الصكوك الإسلامية عقود مركبة لا تقبل التجزئة صيغت لتحقيق عائد مضمون من الربح وضمان لرأس المال فيكون مصدر الصكوك قد باع عيناً ــ مثلاً باع أرضا لإنشاء مطاردولي ــ بثمن حال، ثم استعاد تملكها ممن باعها منه بثمن مؤجل مقسط يزيد على الثمنالحال.
- الصورية وعدم القصد في تملك العين قصداً.

الصكوك

حقيقتها وضوابطها وقضاياها الشرعية

مقدمة:

اكتسب سوق الصكوك حيوية كبيرة نتيجة التوسع الكبير في إصدارات الصكوك فيما بين عامي 2002 و 2007، حيث قارب حجم الصكوك المصدرة في العام الأخير 100 مليار دولار. ثم بعد ذلك شهد إصدار الصكوك انخفاضاً حاداً في العام التالي مباشرة، لأسباب متعددة، أهمهما التساؤلات الفقهية والشبهات الشرعية التي أثيرت على الصكوك المصدرة في تلك الفترة.

يهدفهذا البحثإلى التعريف الشامل بالصكوك وتطبيقاتها، وإلىتناول القضايا الفقهية المهمة التي تحيط بالصكوك وإصدارها وتداولها، بغرض الوصول إلى هيلكة مقبولة شرعاً للصوك، وخالية عن الشبهات، مما يهيئ لها القابلية للاستمرار، كأداة مالية حيوية من أدوات التمويل والاستثمار الإسلامي.

أولاً_ التعريف بالصكوك

أ. **معنى الصكوك:**

الصكوك جمع (صك) وهي كلمة فارسية معرّبة، وتعني شهادة أووثيقة أومستند[41]. يمكن تعريف الصكوك بأنها شهادات أووثائق متساوية القيمة، اسمية أولحاملها، تمثل حقوق ملكية شائعة ومشروعة في أصول أوأعيان أومنافع أوخدمات أوحقوق مالية، أوخليطا من ذلك، قابلة للتداول بشروط معينة، يشترك حملتها في أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها.

ب. خصائص الصكوك:

تتميز الصكوك بالخصائص التالية:

- يتم إصدار الصكوك على شكل أوراق مالية بمقتضى عقد شرعي يبين أطرافها، ويحدد شروط تداولها وإدارتها.
- تستند الصكوك في إصدارها إلى أحد عقود فقه المعاملات وضوابطها الشرعية، من مشاركة واستصناع وإجارة ونحو ذلك.

- لاتمثل الصكوك ديناً لحامليها على مُصدرها، كما هو الحال في السندات. بلتمثلحصةشائعةفيملكيةموجوداتتدرعائداً عن استمثار شرعي.
- يستحق حملة الصكوك نسبة الربح المتفق عليها والمحددة في نشرة الإصدار، ويتحملون الخسائرعلى قدر قيمة صكوكهم.
- تعتمد قابليتها للتداول على مايمثلها لصك من ملكية في الأعيان أوالمنافع أوالخدمات أوالحقوق المالية، أوالخليط من ذلك.[42]

ج. أطراف الصكوك:

مصدرالصكوك: وهو المستفيد من حصيلةإصدارالصكوك، أي بائع الأصول والموجودات التي تمثلها الصكوك. وقد يكون المصدر شركة أوحكومة أوفرداً، أومؤسسة مالية. وقد تنوب عن مصدر الصكوك مؤسسة إصدار وسيطة.

حملة الصكوك: وهو المالكون لموجودات الصكوك التي اشتروها من مصدرها بهدف الاستمثار.

مديرالصكوك: وهو الذي يتولى إدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابةعنهم، وذلك على أساس عقد الشركة أوالمضاربة أوالوكالة. والغالب عملياً أن يكون هو مصدر الصكوك أو مؤسسة تابعة له.

د. الفرق بين الصكوك والأدوات المالية الأخرى

1. الفرق بين الصكوك والسهم

كما الصك، فإن السهم ورقة مالية اسمية أولحاملها، قابلة للتداول، تثبت لمالكها حصة شائعة في ملكية موجودات ما، اقتنيت بغرض الاستثمار وتدار من قبل جهة معينة بغية الاسترباح وتوزيع الأرباح على حامليها.

لكن السهم يفترق عن الصك في أن الأول يمثلة حصة شائعة في شركة مساهمة معينة، ويكون لحامل السهم حقوقٌ مباشرة على إدارة الشركة، فله صوت في تعيين الإدارة وعزلها، كماأن له صوتاً في إقرار الحسابات الختامية وتوزيع الأرباح. وقد يمثل السهم حصة على المشاع في موجودات أكثر من شركة مساهمة، وذلك حين يكون السهم حصة في

شركة قابضة، ذات شركات تابعة، وحينئذ لا يكون لحامل هذا السهم حقوق مباشرة في إدارة الشركات التابعة، بل له حق التأثيرعلى إدارةالشركات التابعة من خلال تأثيره على إدارة الشركة الأم.

وبالمقابل، فإن الصك يمثل حقوقاً في موجودات متنوعة قد تشكل الأسهم بعضها، وقد تكون أعياناتستغلمباشرة بمعرفة مدير الصكوك. كما أن علاقة حامل الصك بمدير الصكوك تختلف عن علاقة حامل السهم بإدارة الشركة، فحامل الصك ليس له الحق في تعيين إدارةالصكوك ولاعزلها.[43]

2. الفرق بين الصكوك والسند

السند ورقة مالية ذات قيمة محددة تمثل حقاًعلى الشيوع في دين نقدي بفائدة؛ أي ربا، يدفع في أجل محدد، ويتكون هذا المبلغ من الأصل المدفوع في شراء السند والربا المحسوب عن الأجل.

ومنه ما تصدره المؤسسات الحكومية عند حاجتها إلى المال ويعرف بالسندات الحكومية، ومنه ما تصدره الشركات الخاصة. والهدف من إصدار السندات الاستفادة من حصيلة الإصدار التي تمثل إقراضاً بفائدة من حملة السندات إلى مصدريها. وقد يكون سعر الفائدة ثابتاً، وبالتالي يكون الدخل من السند ثابتاً كذلك، وقد يكون متغيراً، ممايجعل الدخل من السند متغيراً. ويتم تداول السند بغية الاشتراك في الحصول على الفائدة التي يمنحها مصدر السند، فالسند يباع بأقل من قيمته الاسمية، وكلما اقترب موعد سداده ارتفع سعره، لكنه يبقى دون القيمة الاسمية له. ولابتنائه على الربا، فإن حيازةالسهموتجارتهحرام.

وتفريقاً بين الصك والسند، فإن كلاً منهما يمثل حقاً علىالشيوع في ملكية موجودات ما، لكن هذه الموجودات هي ديون نقدية بربا في السندات، وأعيان قد تختلط بشيء من الديون أو النقود في الصكوك كما سيأتي تفصيله. وفي كل الأحوال، فإن الصك الشرعي الصحيح لا يضمن لحامله المبلغَ المستثمر فيه (القيمة الاسمية للصك)، أو أي عائد فوق ذلك كما سيأتي، بخلاف السند فإن ينطوي على ضمان بالقيمة الاسمية وبالربح.

هـ. نشأة الصكوك وأهميتها:

نشأت الصكوك في ماليزياعام 2002، حيثتمفيها إصدارصكوك بلغت قيمتها نحو مليار دولار. ثم ازداد حجم إصدار الصكوك، وبلغ ذروته عام 2007 حيث تجاوزت قيمة الصكوك 94 مليار دولار. ثم تراجع سوق الصكوك بعد ذلك مع بداية الأزمة المالية التي عصفت باقتصاديات العالم عام 2008، كما ساهم في انحسار نمو الصكوك النقدُ الفقهي للذي تعرضت له الصكوك نيتجة وقوع التجاوزات الشرعية فيها ولا سيما فيما يتعلق بالضمانات التي قدمها مصدرو الصكوك لحامليها. وأشهر الدول في إصدار الصكوك، هي ماليزيا، والإمارات، والسعودية، والكويت، والبحرين.

وتتجلى أهمية الصكوك في كونها وسيلة لجمعمبالغ كبيرة من الأموالمناأصحابهاواستثمارها بتوظيفها في نشاطات اقتصادية مختلفة، تعود بالنفع على المجتمع عامة، وعلى الجهات المصدرة لها حكومات كانت أو مؤسسات خاصة، وكذا على الأفراد حملة الصكوك بشكل خاص. ومن أهم مزايا الصكوك أنها تغني الحكومات عن الاقتراض الربوي المثقل بالفائدة من البنوك الأجنبية، وهو الأمر الذي قد يعرضها للتبعية السياسية أو للاستغلال الاقتصادي الجائر من قبل الجهات المقرضة. ومنأمثلةتطبيقات الصكوك، أنتقوم الحكومات بإصدار صكوك وطنية لتمويل مشاريع البنية التحتية، أو اقتناء طائرات، أو إقامة مشاريع صناعية أو زراعية ضخمة.

ثانيا: أحكام تداول الصكوك

حكم تداول الصكوك باعتبار ماتمثله من حقوق على المشاعل الأعيان معينة أومقبوضة

تمثل الصكوك حقوق ملكية في موجداتها على سبيل المشاع بين الشركاء حملة الصكوك، إذ لاتتعين حصة حامل الصك في موجودات الصكوك، وهي بالتالي غير مقبوضة منه. وعليه، فإن حامل الصك عندما يبيع صكه فإنه يبيعه ملكا غيرمعين ولامقبوض.

والفقهاء يجيزون بيع الحصة الشائعة في المِلك المشترك دون ماحاجة للفرز، ويعد القبض الجمعي للمِلك المشترك من قبل الشركاء كافياً لتحقق القبض الشرعي المشروط في البيع.[44] وقد نصت على ذلك مجلةَ الأحكام العدلية: "يصحبيعالحصةالمعلومةالشائعة".[45]

هل تجب مراعاة أحكام الشفعة فيبيع الصكوك:

أثبت الفقهاء الشفعة للشريك في الملك باتفاق. قال ابن المنذر: "أجمع أهل العلم على إثبات الشفعة للشريك الذي لم يقاسم فيما بيع".[46] فتشترط موافقة الشريك عند بيعه حصته لأجنبي، لكن الشفعة من الحقوق التي يمكن التنازل عنها بعد حدوث سببها وهوالملك، فيملك الشريك أن يتنازل عن حقه بالشفعة بعد التملك، والعرف التجاري معتبر في هذا. وعليه، فإنه عند الاكتتاب للصكوك يُعلم لكل مكتتِب أن لشركائه من حملة الصكوك الحق في بيع حصصهم الممثلة في الصكوك لآخرين وأن العرف جار بذلك. ولهذا جاز لحملة الصكوك أوالأسهم البيع لأجنبي. فضلاً عن أن مجلة الأحكام العدلية قد نصت على عدم اشتراط إذن الشريك عن بيع الحصة المعلومة الشائعة "يصح بيع الحصة المعلومة الشائعة بدون إذن الشريك".[47]

حكم تداول الصكوك

1. المراد بتداول الصكوك

يجب التفريق كما تقدم بين تملك الصكوك عند ماتُشترى من مصدرها في مرحلة الإصدار وبين تداولها عندما تشترى من حاملها؛ ففي الحالة الأولى قد يتم إصدار الصكوك مقابل موجودات معينة أوموصوفة بالذمة، فتكون عملية الإصدار بذلك بيعاً لتلك الموجودات، وذلك جائز لأنها:

- إن كانت مقابل أعيان، كانت بيعاً لتلك الأعيان بالنقد، وهذا جائز مع توافر أركان البيع.
- وإن كانت مقابل موجودات موصوفة بالذمة، كانت بيعاً لها بالنقد. وذلك جائز أيضا.

أما إن كانت الصكوك تصدر بغية استخدام حصيلتها في شراء أعيان مدرة للدخل مثلاً، لتكون ملكاً لحملة الصكوك، فإن عملية الإصدار بذاته

لاتتضمن بيعاً حينئذ، فتبقى الصكوك المصدرة ممثلة للحصيلة المجمّعة، أي أنها تمثل نقوداً في هذه المرحلة، وهذا يمنع تداولها كما سيأتي.

2. تداول الصكوك

يراد بتداول الصكوك بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين. وهنا تفصيل:

- **تداول الصكوك التي أصدرت مقابل أعيان موجودة جائز، لأن هذه الصكوك تمثل تلك الأعيان، فيكون تداولًا لصكوك إعادة بيع لتلك الأعيان، وهوجائز.**
- **تداول الصكوك التي أصدرت مقابل موجودات موصوفة بالذمة لايجوز، لاشتمال العملية على بيع مالم يقبض، كما سيأتي تفصيله في حكم تداول صكوك السلم.**
- **تداول الصكوك التي لم تستخدم حصيلتها في شراء أعيان بعد غير جائز، لأن الصكوك في هذه المرحلة مازالت تمثل نقوداً في كون بيعها بيعاً للنقود؛ إلاأن تتحقق شروط بيع النقود ببعضها من التقابض وتساوي سعر البيع مع القيمة الاسمية للصك، فيجوز.**
- **الصكوك التي اشتري بحصيلتها موجودات معينة يجوز تداولها، ويراعى في هذه الحال أن تكوين الموجودات المملوكة لحملة الصكوك قد يتغير من وقت لآخر بين الأعيان والديون والنقود، وسيأتي تفصيله.**
- **عند تصفية الصكوك، يقوم مديرها ببيع كافة الأعيان، وسداد المستحقات من الديون، وتحصيل مايستحقه حاملو الصكوك من الديون، وتتحول كافة الذمم إلى نقود؛ فلا يجوز في هذه الحال تداول الصكوك إلا بمراعاة شروط بين النقد بالنقد من تساوي العوضين والتقابض.**

تداول الصكوك التي تشتمل موجوداتها على نقود أو ديون

يخضع بيع النقد أوالديون لأحكام معروفة في الفقه الإسلامي يراد منها اجتناب الوقوع في ربا الفضل أوالنسيئة، فيشترط التساوي في القدر والحلول في الأجل عند بيع النقود أوالديون تحرزاً عن الربا باتفاق جميع الفقهاء ودون خلاف.[48]

وينضم الغرر إلى الربا سبباً لمنع بيع الديون إلى غير المدين عند جمهور الفقهاء لا جميعهم، ووجه تحقق الغرر هو عدم تحقق القدرة على تسليم المبيع، فقد ينكر المدين الدين أويعجز عن سداده، فيكون في بيع الدين غرر مفسد له، وهو الغرر الذي منع لأجله بيع الشيء قبل قبضه.[49]

وبمقابل قول جمهور الفقهاء هذا، فقد ذهب إلى صحة بيع الدين إلى غير من عليه الدين، أي إلى غير المدين، مع انتفاء الربا، الشافعية فيقول، ولكن بشروط تنفي الغرر، وهي أن يكون المديون مليئاً ومقراً بالدين، وأن يكون الدين حالاً ومستقراً[50]، وزاد بعضهم شرطاً آخر وهو: أن يتم قبض العوضين في المجلس، ليتقين انتفاء الغرر. وقيل باعتماد هذا الشرط في المذهب.[51] وأجاز الحنفية هذا البيع إذا سلّط بائع الدين مشتريه على قبض الدين، فيكون المشتري قابضاً للموكّل البائع ثم لنفسه.[52]

والمالكية كذلك يقولون بحل ببيع الدين من غير المطعومات إلى غير المدين باعتبار الغرر، لكنهم لايشترطون حلوله، بل يشترطون شروطاً تخفف الغرر، وهي: أن يكون المدين حاضراً في البلد وإن لم يحضر مجلس البيع، وذلك ليعلم حاله من فقر أوغنى؛ وأن يقر المدين بالدين. وزاد بعضهم: أن لايقصد الدائن البائع ببيعه الدين الإضرار بالمدين، كأن يبيع الدين لمن تعرف عنه الغلظة في الاستيفاء، قصداً للإضرار بالمدين.[53]

ومانراه راجحاً في هذه المسألة جواز بيع الدين إلى الغير مع انتفاء الربا إذا انتفى الغرر بأن كان المدين معروفاً بملاءته وحرصه على سمعته التجارية، أو إذا كفله من كان شأنه كذلك، لأنه عندئذ يكون قبض الدين في حكم المتيقن الوقوع، وينتفي الغرر.

وعلى ماتقدم، يمكن القول بانتفاء الغرر في تداول الصكوك المشتملة على الديون نظراً لتوثيق الديون في الغالب وأخذ ضمانات السداد الكافية؛ لكن يبقى الأمر الأهم، وهو قضية الربا إن كان متحققاً.

و. تداول الصكوك والربا:

قد تشتمل موجودات الصكوك حين بداية التصكيك على نقود أوديون، كما هو الحال حين تصكيك شركة بكل موجوداتها من أصول ونقود وديون، والنقود والديون أموال خاضعة لأحكام ربا البيوع، فيشترط تساويها حين بيعها بجنسها، كما يشترط التقابض في البدلين. وهنا ثمة اجتهادات معاصرة في المسألة، فأجيزَ تداول هذه الصكوك على الرغم

مماقد تتضمنه من ديوناً ونقود دونما ضرورة لمراعاة قضية التساوي أوالتقابض إذا قلت نسبة هذه الأموال الخاضعة لأحكام ربا البيوع عن نسبة معينة. فقرر مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 30، (4/5) بشأن صكوك المضاربة وصكوك الاستثمار أن العبرة بالغالب؛ فإن كان غالب موجودات الصكوك نقوداً أوديوناً أومجموعهما لم يجز تداول الصكوك. وكان لهيئة معايير المحاسبة والمراقبة في البحرين رأي بتحديد تلك النسبة بـــ 30% ليسمح بتداول الصكوك إذا لم تزد نسبة النقود أوالديون عن 70%. وحددت هذه النسبة بـــ 10% فقط وفقاً لبعض المعايير، كمعيار سوق دبي المالي، ليُسمح بتداول الصكوك مادامت الموجودات القابلة للتداول قد بلغت10% كحدأدنى.[54]

ولعل واضعي هذه المعايير استدلوا على جواز ذلك بما يسمى بمبدأ صرف الجنس إلى غير جنسه الذي توسع فيه الحنفية، ومن تطبيقاته أن يشتمل عقد البيع على مال ربوي (أي تنطبق عليه علة ربا البيوع) في العوضين من جنس واحد، ومع أحدهما جنس آخر ربوياً وغيرربوي، وهذه المسألة فرع عمّا يعرف في الفقه بمايسمى مسألة مُدٍّ عجوة.[55] وقد منعها جمهور الفقهاء غير الحنفية وعللوا المنع بوقوع التفاضل في العوضين الربويين المتجانسين، لأن المال الربوي في العوض يُقابل بجنسه في العوض الآخر، ولايتوزع عليه وعلى الجنس الآخر المضموم إليه. أي لوبيعت عشرة دراهم ومكيال من القمح بخمسة عشر درهماً، قوبلت الدراهم بالدراهم جميعاً، فمنعت المسألة لوقوع ربا الفضل. أما على قول الحنفية، تقابل الدراهم العشرة بعشرة فقط من الدراهم الخمسة عشر في العوض الآخر، وتصبح الدراهم الخمسة الباقية في مقابل مكيال القمح، فتصح المسألة، وهذه الطريقة يسميها الحنفية "الاعتبار". ومستند الجمهور في حديث فضالة بن عبيد: ((أتي رسول الله صلى الله عليه وسلم وهو بخيبر بقلادة فيها خرز وذهب، وهي من المغانم تباع، فأمر رسول الله صلى الله عليه وسلم بالذهب الذي في القلادة فنُزع وحده ثم قال لهم رسول الله صلى الله عليه وسلم: الذهب بالذهب وزناً بوزن)).[56]

ويستدل الحنفية لمذهبهم في هذه المسألة بأن العقد إذا أمكن حمله على الصحة، لم يحمل على الفساد، بل على الصحة تصحيحا له، وقد أمكن التصحيح بطريقة الاعتبار كما تقدم. ووافق الحنفية في تجويز هذا الحسنُ البصري والشّــعبي والنخعي.[57]

لكن المسائل التي يُصرف فيها الجنس إلى خلاف جنسه ممنوعةً عند الحنفيةإن قُصد بها التحيّل، لأن المقصود بذلك الصرف إنما هو تصحيحا لعقود ماأمكن ذلك، بدليل أنهم يهدمون مبدأ صرف الجنس إلى خلاف جنسه هذا حين يتعذر ذلك؛ فلو باع رجل عشرة دراهم وثوب بعشرة دراهم وثوب، فإنه يصح ذلك؛ ولكن لو افترق اقبل التقابض في الدراهم، فإن العقد يبطل في العشرة دراهم، مع أنه لو صرف الجنس إلى خلاف جنسه، لمابطل.[58]

وقد نص المجمع الفقهي (قرار رقم 84 بشأن تجارة الذهب والحلول الشرعية لاجتماع الصرف والحوالة) على جواز مبادلة مقدار من ذهب بمقدار آخر أقل منه مضمومٌ إليه جنس آخر؛ ووجّه الجواز بجعل الزيادة في أحد العوضين مقابلة بالجنس الآخر في العوض الثاني، أي بالاعتبار، وهوقول الحنفية كما تقدم.[59]

وتطبيقا لما تقدم على الصكوك:

- لوتحولت موجودات الصكوك في مرحلة ما إلى نقود، فيمكن استناداً إلى قول الحنفية أن نقول بالجواز وندرأ وقوع ربا الفضل.[60]
- لوأدخلت النقود في الصكوك لغرض تسويغ الاتجار بهما، فذلك ممنوع، لأن مبدأ الحنفية المذكور لايعمل، كما ذكروا، إن كان القصد التحيّل.

هذا في غطاء الصكوك من النقود؛ أما الديون، فتخريجها على قول الحنفية لايستقيم، لأن كل الفقهاء يشترط في بيع الدين النقدي بالنقد حلول الدين تحقيقا للتقابض في بيع المال الربوي بجنسه كما تقدم. وتفصيلاً للمسألة، فإن النقود تختلف عن الديون في تطبيق مبدأ الاعتبار الذي قال به الحنفية على الصكوك، لأن الصك المشتمل على النقد إن بيع

بالنقد، أمكن القول بتحقق التقابض في النقد بقبض الصك، بناءعلى أن الصك في بعضه يمثل ذلك النقد، وقد قُبض الصك، فيُقبض مافي ضمنه. أما الدين المتضمَّن في الصك، فهو مؤجل غير مقبوض وإنقبض الصك، مما يفوّت شرط التقابض فيبيع النقود ببعضها.

ولاينفع هنا مبدأ صرف الجنس إلى غير جنسه الذي قال به الحنفية وعلى أساسه سوغنا بيع الصك المشتمل على النقد بالنقد، لأنه لايصح أن يقابل الدين أي نقد عوضاً له، ولو عوضاً مساوياً، لتحقق ربا النسيئة؛ كما لا يمكن أن يترك الدين في الصك بدون عوض مقابل حين بيع الصك المشتمل على الدين بالنقد، نظراً لأن الدين هوجزء من قيمة الصك وقد يمثل الجزء الأكبر من قيمته في بعض الحالات.

وعليه، فإن الاستناد إلى قاعدة مد عجوة، أومبدأ صرف للجنس إلى غير جنسه، يمكن أن يصح في تسويغ بيع الصكوك المشتملة على النقد بالنقد لدرء وقوع ربا الفضل، لكن لايصح في بيع الصكوك المشتملة على الدين بالنقد أوبالدين، لوقوع ربا النسيئة حينئذ.

التخريج الوحيد المحتمل لتسويغ ذلك هي في معاملة الصك جميعاً معاملة المال غير الربوي، حتى يمكن بيعه، وقد اشتمل على الديون، بالنقد أوحتى بالدين لافرق في ذلك. والأمر المهم هنا هو الخروج بالأصل أوالمعيار الذي يمكن على أساسه أن نحكم على الصكوك باعتبار موجوداتها القابلة للتدوال، ونغض النظر عن موجوداتها غير القابلة للتداول من الديون.

ز. اختيار معيار معاملة الصكوك تجنباً للوقوع في ربا النسيئة:

معيار الثلث

باستقراء المعايير ذات الصلة بالمسألة نجد أن بعض المعايير الشرعية تبّنت معيارية الثلث في كثير من المسائل، فهل هو معيار صحيح، وهل يمكن اعتماده في مسألتنا؟

عمدة أدلة من قال بمعيارية الثلث حديثُ سعد بن أبي وقاص رضي الله تعالى عنه قال: "قلت يارسول الله، أنا ذو مال، ولايرثني إلاابنة لي واحدة؛ أفأتصدق بثلثي مالي؟ قال: لا. قلت: أفأتصدق بشطره؟ قال:

لا. قلت: أفأتصدق بثلثه؟ قال: الثلث، والثلث كثير، إنك إن تذر ورثتك أغنياء خير من أن تذرهم عالة يتكففون الناس" متفق عليه[61]

والاستدلال بالحديث على معيارية الثلث لايستقيم، فأقصى مافي الحديث من دلالة أن الثلث كثير في مجال التبرعات التي منها الوصية، فالشريعة مثلاً لم تحدد زكاةً بأكثر من عشرة بالمئة. فمن غير المستساغ إذن أن بعض المعايير الشرعية عممت الاستدلال بهذا الحديث في مواطن كثيرة منها مسألتنا [62]، فجعلت بذلك الثلثَ كثيراً على نحو يؤدي إلى القول بعدّه كثيراً في مقابلة الثلثين الباقيين من جنسه! وهو أمر ظاهر الفساد، ويخالف المنطق العقلي والرياضي. فالكثير في مقابلة آخر من جنسه هو الأكبر قدراً، لا الأقل! فثلث العشرة ليس كثيراً في مقابلة السبع الباقية، وإن كان كثيراً في مقابلة الواحد أوالإثنين. قال ابن حجر في معنى الحديث: "معناه كثير بالنسبة إلى مادونه".[63]وذكر ابن حجر كذلك أن الكثرة أمر نسبي، فيكون الثلث قليلاً إذا ماقورن بالباقي، حتى إن الشافعي ذهب إلى أن معنى كثيرفي الحديث "قليل".[64]

وتجدرالإشارةإلى أنه يوجد في الفقه ما يصلح دليلاً على أن الثلث يتبع الثلثين في الحكم لا العكس، وذلك في فقه المالكية لما راعواتعذرالفصل بين ماهو مال ربوي ومال غيرربوي في بعض المسائل، فأجازوا استثناءً من منعهم لمسائل مد عجوة بيعَ المحلّى بأحد النقدين بجنسه من الذهب أوالفضة (كبيع السيف المحلى بالذهب بذهب) إذا كان في نزع الحلية فسادُ الشيء، وشرطوا لذلك شرطين أساسيين، هما تعجيل العوضين دفعاً لربا النسيئة، وأن تكون الحلية بقدر الثلث فأقل من قيمة الشيء مع حليته، وذلك لتصير الحلية تابعة له. أي أنهم عدوا تابعاً ماكان ثلثاً فأقل[65].

وبعض المعايير الشرعية اليوم التي تأخذ بالثلث، كمعيار هيئة المحاسبة والمراجعة في البحر ينهو على النقيض تماماً من هذا، فهم جعلوا أقل من الثلث أصلاً متبوعاً، والثلثين تابعاً لما اكتفوا كشرطٍ لتداول الصكوك بأن تبلغ موجودات الصكوك القابلة للتداول 30% فقط، ودون تفريق بين نقود وديون!

معيار الغلبة:

إن كان من اجتهاد في المسألة مقبول في رأينا، فهو تحديد المعيار باعتبار الغلبة، وهو المعيار الذي أخذ بهم جمع الفقه الإسلامي. وعليه، تُعامل موجودات الصكوك غير القابلة للتداول معاملة الموجودات القابلة للتداول إن كانت الأخيرة هي الغالبة وذات النسبة الأعلى؛ فيمكن تداول هذه النوعية من الصكوك ذات الموجودات المختلطة حينئذ، ولاسيما أننا نجد للغلبة اعتباراً في بعض المسائل المتعلقة بالأموال الربوية عند الفقهاء، لكن على النحو الذي لايؤدي إلى تسويغ محرم [66]. هذا بشرط أن تقوم الحاجة إلى ذلك؛ أما أن تُدخل الموجودات غير القابلة للتداول من الديون في حصيلة الصكوك قصداً بغية تسويغ الاتجار بها، فهذا لايُقبل، لحصول التحيل حينئذ على المحرم.

ولما ذكرنا نظائر في الفقه في تطبيقات الربا، فقد عومل الذهب- ومثله الفضة وكلم الربوي- المغشوشُ، أي المختلط بعدن آخر، معاملة الذهب الخالص إن كان الذهب هو الغالب، وخرج عن كونه ذهباً إن كان الغش، أي المعدن الآخر، هو الغالب؛ وإن اتساوى الذهب والغش، عومل الكل معاملة الذهب احتياطاً. [67]

والخلاصة أنه لما لم يصح اعتماد مبدأ صرف الجنس إلى خلاف جنسه في قضية الديون من موجودات الصكوك، لأن هذا المبدأ ينفع لدرء وقوع ربا الفضل، ولايجدي في درء وقوع ربا النسيئة الحاصل في بيع الديون على النحو الذي تقدم، لم يبق إلا أن نعتمد معيار الغلبة إن قامت الحاجة إلى ذلك، ولايصح معيارٌ غيرُ معيار الغلبة.

وهذا القول بتسويغ اعتماد مبدأ صرف الجنس إلى خلاف جنسه الذي قال به الحنفية، أومعيار الغلبة في موجودات الصكوك (أكثرمن 50%) ينبغي أن يقيد بأن تكون الحاجة قائمة إلى ذلك، بأن تشترى وتصك كشركةً ما مثلاً بكل موجوداتها المشتملة على النقود والديون [68]، أو أن يتحول جزء من موجودات الصكوك في زمن مابعد إصدار الصكوك إلى نقود أوديون. وقيام الحاجة من عدم قيامها أمر يقرره الاقتصاديون والمختصون.

لكن إن كان يتعذر عملياً في بعض أنواع الصكوك المحافظة على كون موجودات الصكوك من الأعيان هي الغالبة طيلة فترة قيام الصكوك، لكثرة تحول الأعيان إلى ديون ونقود خلال فترة الاستثمار من جراء عمليات البيع التي لايمكن تقييد حجمها أوجدولتها زمنياً، فلعله يمكن اغتفار تداول الصكوك حينئذ وإن نزلت نسبة ماتمثله من الأعيان عن النصف باعتبار كون ذلك أمر طارئاً وعرضياً ومؤقتاً .

أما أن يكون الغرض من التصكيك أصلاً تسويغ الاتجار بالديون،، فهذا تحيل ممنوع، وكذا إن تم إدخال ديون (ديون مرابحة مثلاً) قصداً إلى موجودات يراد تصكيكها، لتسويغ بيعها مثلاً إلى حملة الصكوك بحسم، فيبيعونها لاحقاً بسعر أعلى، أويحصلون على قيمتهاالاسمية إن احتفظوا بها حتى إطفاء الصكوك، فلايجوز كذلك، لأنه تحيلٌ يخرق ويناقض غاية ومقصد المنع من بيع الدين.

ومن نافلة القول ذكر اشتراط أن لايكون من نشاط الشركة التي صككت موجوداتها الاتجارُ بالنقود أوالديون. لأن جواز تصكيك موجودات مثل هذه الشركة يكون سبيلاً للتحيل على الاتجارالديون تحت غطاء شرعي ظاهراً.

وينبغي كذلك التفريق بين عملية التصكيك، وبين تداول الصكوك، فإصدار الصكوك التي تمثل حصيلة الإسهامات المالية النقدية من المستثمرين التي يراد منها شراء أصول معينة جائز، لأن ذلك لايعني اتجاراً بالنقود؛ أما تداول هذه الصكوك بيعاً وشراءً قبل تمثيلها كلاً أوجزءاً لأصول قابلة للتداول، فهو الممنوع، لأنه يكون بيعاً واتجاراً بالنقود بقيَم مختلفة، وهو ربا الفضل كما تقدم.

ح. تداول الصكوك التي تشتمل موجوداتهاعلى قروض ربوية

الصكوك أداة مالية إسلاميةُ النشأة، وليست أداة مولدة، أريد بها تلبية حاجات التمويل للمؤسسات، وإيجاد فرصة جديدة للأفراد للاستثمار. وعليه، فإنه ينبغي هيكلة هذه الصكوك هيكلة إسلامية لاتنغصها المبررات والمسوغات التي تثار عند أسلمة الأدوات التمويلية المولدة من الحاجة إلى التساهل في بعض الجوانب، كالتغاضي عن نسبة معينة من اشتمال الأداة التمويلية على

عناصر ربوية بداعي مقتضيات الأسلمة من التدرج في العملية، وتعذر تنقية المنتج المؤسلم من الشوائب كلياً. فإذا ماكانت الصكوك الإسلامية منتجاً إسلامي النشأة، فإن من الممكن أن تؤسس على نحو إسلامي خالص، لايشوب إسلاميتها عنصرمحرم؛ ولولم يسلم منتج إسلامي النشأة كالصكوك من الربا وغيره من العناصر المحرمة الدخيلة، فأي اقتصاد إسلامين نأمل قيامه على دعائم الشرع، إذا كنّا نتذرع للشوائب فيه بمرحلية الفترة لحين الخروج بالمنتجات الإسلامية الأصيلة غير المولدة، ثم يحدث أنن نجح بالخروج ببعض المنتجات الإسلامية الأصلية ومع هذا نسوق إليها الشوائب سوقاً!!

وعليه، فإنه ماينبغي أن تعامل الصكوك معاملة الأسهم من حيث اغتفار لنطواء السهم على حصة من القروض الربوية في بعض المعايير بداعي تشابه الصك بالسهم، بل الصك يختلف عن السهم اختلافاً بيناً من هذا الاعتبار، فالأول من حيث النظر منتج إسلامي، والآخر منتج قائم صير إلى تنقيته باعتماد معايير شرعية اجتهادية، اغتفر بعضها وجود ديون ربوية في أصول الشركة التي تُتداول أسهمها، بداعي ماتقدم من الحاجة إلى التساهل عند أسلمة الأدوات التمويلية التقليدية. وبقطع النظر عن سلامة هذا التخريج، فإن الصكوك منتج لم يؤسس على أساس آخر تقليدي، ليقال فيه مايقال في السهم من مبررات.

والخلاصة أننا إن غضضنا الطرف عن اشتمال الصكوك لقروض ربوية كما فعلنا في منتجات أخرى، فإننا نصيب هذه الصناعة في مقتل، لأننا بذلك نلغي فارقاً جوهرياً بين المنتجات الإسلامية ونظيراتها التقليدية، ونروّج للربا، ونكون كمن يعترف بأن الربا عنصر لايمكننا لاستغناء عنه في منظومة التمويل الإسلامي.

ط. تداول صكوك السلم

بيع السلم هو بيع شيء موصوف في الذمة بثمن معجل. وتنشأ صكوك السلم بإحدى طريقتين:

- أن تصدر الصكوك بنية لستخدام حصيلتها في شراء بضاعة سلماً من بائع ما.

- أن يكون مصدر الصكوك هو البائع في السلم (المسلمإليه).

وفي كلا الحالتين، فإن صكوك السلم تمثل الشيء المسلم فيه (المبيع) عد توقيع عقد السلم، لكنّ المسلم فيه غيرُ مقبوض، فيكون فيتداول صكوك السلم بيع غرر، وهوممنوع، لأنه بيع مالم يُقبض، وقد يتعذر على المسلم إليه (البائع) تسليم المسلم فيه إلى رب السلم (المشتري) لانقطاعه من الأسواق أو إفلاس البائع ونحو ذلك من الأسباب. وعليه يكون تداول صكوك السلم قبل قبض المسلم فيه ممنوعاً؛ أما بعد قبضه فيجوز تداول صكوك السلم من حين القبض إلى أن تباع بالنقود الحالة أوالمؤجلة، لأن الصكوك حينئذ لاتمثل نقداً أودينا، فيكون تداولها غير جائز، كما هو الحال في صكوك المرابحة والاستصناع مثلاً بعد بيع السلع .

لكن ابن تيمية وتلميذه ابن القيم أجاز ابيع المسلم فيه قبل قبضه للمسلم إليه ولغيره، وقيدا جواز بيعه للمسلم إليه بشروط تتعلق بالثمن خروجاً عن العينة والتحايل على الربا كماسيأتي لاحقا عند الحديث عن صكوك السلم والعينة.

قال ابن تيمية: "بيع دين السلم من بائعه ليس فيه محذور أصلاً كمافي بيعه من غير بائعه".[69] وقال ابن القيم في إعلام الموقعين: "والدين في الذمة يقوم مقام العين، ولهذا تصح المعاوضة عليه من الغريم وغيره وتجب عليه زكاته إذا تمكن من قبضه".[70]

ولما كان المالكية يجيزون بيع ماسوى الطعام قبل قبضه [71]، فإنهم أجازوا أيضاً بيع المسلم فيه للمسلم إليه ولغير المسلم إليه إذا لم يكن طعاماً بشرط أن يكون الثمن حالاً، تجنباً لوقوع بيع الكالئ بالكالئ، أي المؤجل بالمؤجل. لكن قيدوا جواز بيعه للمسلم فيه بشروط الغرض منها كذلك تجنب التحايل على الربا كما سيأتي.

قال ابن رُشد (الحفيد): "ولما بيع دين السلم من غيرالمسلم إليه فيجوز بكل شيء يجوز التبايع به، ما لم يكن طعاماً، لأنه يدخله بيع الطعام قبل قبضه".[72]

وقال ابن جُزَيّ: "يجوز بيع العرض المسلم فيه قبل قبضه من بائعه بمثل ثمنه أو أقل لاأكثر، لأنه يتهم في الأكثر بسلف جر منفعة ويجوز من غير بائعه بالمثل وأقل وأكثر يداً بيد، ولايجوز بالتأخير للغرر لأنه انتقال من ذمة إلى ذمة".[73]

ولعلَّ من الواجب هنا قبل الفتوى بجواز تداول صكوك السلم من حيث المبدأ، بناءً على الأقوال المجيزة السابقة، الإفادةَ من خبرة الاقتصاديين في مسألة الآثار الاقتصادية التي قد تنجم عن السماح بتداول صكوك السلم من احتمال وقوع المضاربات على السلع الأساسية والأقوات؛ فينبغي أن لاتصدر الفتوى بذلك قبل النظر في مآلات هذه الفتوى، فتحققُ المصالح ودرءُ المفاسد هو خير معيار بين أيدي فقهاء العصر للاختيار بين المتعدد من أقوال الفقهاء المعتبرة.

ثالثا: الضمانات المقدمة لحملة الصكوك

لما تحولت الصكوك من أدوات للاستثمار الحقيقي إلى أدوات للتمويل، تماماً كما تحولت، وللأسف، عقود المشاركات والمضاربات في المؤسسات المالية الإسلامية إلى عقود تمويلية، فإنها تسببت في إثارة قضايا وشبهات حول مشروعيتها وآلية عملها من حيث ضمان الأصل والعائد، نستعرضها فيما يلي:

تضمين مدير الصكوك على أساس دراسة الجدوى المقدمة:

ظهرت اجتهادات معاصرة بتضمين مدير الصكوك، سواء أكان شريكاً أم مضارباً أم وكيلاً بالاستثمار، لقيمة الصكوك الاسمية، أي رأسمال المستثمرين حملة الصكوك، أوعائدها، على أساس دراسة الجدوى المقدمة. أي أن يكون مدير الصكوك قد قدم دراسة اقتصادية عن جدوى المشروع الاستثماري، دل فيها على نجاح المشروع وربحيته، ثم ادعى لاحقاً وقوع الخسارة، ولم يثبت أن الخسارة خرجت عن كل التوقعات بحيث لاينسب إليه شيء من الخطأ.

واستند هذا الاجتهاد إلى أن الخسارة في الحالة المذكورة تدل على وقوع تغرير من هذا المدير بالمستثمرين، والتغرير بنوعيه القولي والفعلي يوجب الضمان كما هو معروف فقهاً.[74] كما استند هذا الاجتهاد إلى حديث

"على اليد ما أخذت حتى تؤديه"[75]، وبأن مدير الاستثمار مدع للخسارة، والأصل صحة دراسة الجدوى المقدمة، فبوقوع الخسارة يتمسك المدير بخلاف الأصل فيطالب بالبينة على أن الخسارة لم تكن عن خطأ منه؛ وإن عجز عن ذلك، حكم بتضمينه.

وبالنظر في مسوغات هذه الاجتهادات، وظروف الاستثمار العامة وآلياته في عصرنا، نرى أن هذا الاجتهاد يمكن قبوله بالجملة إن قيّد ببعض الشروط. ومؤداه أن تكون يد مدير الصكوك المال يد أمانة فلا يضمن المال في حال الخسارة إلا أن يعجز عن إثبات عدم تقصيره في حفظه أو استثماره. وهذا تعديل طفيف لقول الفقهاء في يد المضارب ونحوه، فهم قد عدوه أميناً، لكن لم يكلفوه عبء إثبات عدم تقصيره أوإهماله أومخالفته لشروط العقد حتى يقال بتضمينه، بل عدوه سالماً بريئاً من ذلك حتى يثبتَ ربُّ المال العكس. أما الرأي الذي تراه أنسب لمقتضيات عصرنا، فهو أن نكلف المباشرَ لعملية استثمار المال من مضارب و نحوه عبءَ إثبات عدم سؤوليته في حال تحقق الخسارة، فيكون مسؤولاً عن الخسارة حتى يثبت عدم قيامه بما يوجب تضمينه شرعاً من إهمال أوتقصير أومخالفة شروط. أي أن الرأي الجديد يختلف عن المعروف فقهاً في تحديد المطالب بالبينة، فهو في الفقه رب المال، وهو بحسب الرأي الجديد المباشر للاستثمار، أوما يسمى بمدير الاستثمار.

وهذا الرأي له وجاهته، ولاسيما أن مدير الاستثمار هو مدع من وجهٍ لمّا ادعى بداية جدوى المشروع وربحيته، ودَعم ذلك بدراسة مفصلة تؤيد دعواه. ثم إن ظروف الاستثمار في أيامنا تختلف عن سابقتها، فقد يكون ربُّ المال مصرفاً إسلامياً، أومؤسسة إسلامية تستثمر أموال الآلاف من العملاء، فلا يسعها أن تعرّض أموال هؤلاء للخطر ولاسيما مع كثرة المحتالين، وضعف الرادع الديني والذمم المالية للناس في أيامنا.

ومن اعتبار آخر، فإن إقرار مثل هذه الصيغة من صيغ الاستثمار، يشجع المؤسسات المالية الإسلامية على الدخول في مجال الاستثمار الحقيقي بالمضاربة والمشاركة، والحدّ من الركون إلى تحقيق

الأرباح عن طريق التمويل المالي بطريق البيع الشكلي للسلع، والذي قد لايختلف في جوهره الاقتصادي عن التمويل التقليدي.

لكن هذا الرأي من تحميل مدير الاستثمار مسؤولية رأس المال حتى يثبت العكس ينبغي تقييده بشروط هي الآتية:

- أن لايكون مدير الاستثمار قد نصّ بداية على عدم مسؤوليته على إثبات براءته من الخسارة الواقعة، وأقرّه على ذلك رب المال.
- أن ينصّ الاتفاق أو العقد بين الطرفين على تحديد مسببات الخسارة التي لايكون بوقوعها مدير الاستثمار مسؤولاً عن رأس المال، مثل الاضطراب المفاجئ في الأسواق، ووقوع الأزمات المالية، والكوارث ونحو ذلك.
- أن يُحتكم إلى محكّم خارجي مستقل يتمتع بالخبرة الشرعية والتجارية اللازمة للحكم في هذه المسائل، لتقرير مسؤولية مدير الاستثمار من عدمها.
- أن يقتصر تضمينه، في حال عجزه عن تبرئة نفسه وتحميله مسؤولية الخسارة التي وقعت حقيقة وأضرت بكل الأطراف، على رأس المال، ولايتجاوز بذلك إلى الربح، لأن هذا الحكم على خلاف القياس لاعتبارات تقدمت، فلايتوسع فيه.
- ألا يسبقَ تعدي مدير الصكوك أو تقصيره أو مخالفته للشروط إن وقع شيء من ذلك وكان هو سبب التضمين، طروءُ ما لا يمكن أن يعدّ هو مسؤولاً عنه، كهبوط مفاجئ في القيمة السوقية للموجودات، فهنا لا يمكن أن نضمنه رأس المال كاملاً، أي القيمة الاسمية للصكوك، لأن القيمة الاسمية للصكوك في هذه الحالة هي أعلى من قيمة الموجودات التي يضمنها مدير الصكوك . فالواجب أن يضمّن مدير الصوك في هذه الحالة القيمة السوقية لموجودات الصكوك عند وقوع التعدي أو التقصي، لا أن يضمّن رأس المال كاملاً عبر ضمانه للقيمة الاسمية للصكوك، فهذا يتجاوز تحميله مسؤولية التعدي والتقصير ومخالفة الشروط.

التعهد بشراء الصكوك

يقدم مدير الصكوك على اختلاف أنواعها ومُصدرها تعهداً بشراء الصكوك، ويجري التعهد بالشراء بإحدى القيم الآتية:

- القيمة السوقية لموجودات الصكوك.
- القيمة العادلة، أي بتقدير الخبراء لقيمة هذه الموجوادت.
- بسعر يُتفق عليه و قت تنفيذ الشراء، لا قبل.
- القيمة الاسمية.
- بسعر يحدده الواعد عند الوعد.

ويلاحظ عدم تحقق الضمان في التعهد بالشراء بالقيمة السوقية، أو القيمة العادلة، وكذلك الحال في التعهد بالشراء بالسعر المتفق عليه وقت تنفيذ الشراء مادام سعراً يخضع حقيقةً لرضا الطرفين واتفاقهما؛ وذلك لأن الثمن في كل من الحالات الثلاثة السابقة قد يكون أنقص بكثير من القيمة الاسمية، مما ينافي ضمان رأس المال.

أما عندما يكون التعهد بسعر متفق عليه سلفاً، أوبالقيمة الاسمية وإن لم تتحقق أحد المسوغات الشرعية للتضمين، فهذا يعني حصول الضمان الممنوع حقيقة، لأنه في الحالة الأولى يضمَن مصدرُ الصكوك أومديرها قيمة معينة لحملة الصكوك، قد تكون أقل من القيمة الاسمية، أومساوية، أوأقل، وفي كل هذا ضمان. وكذا في حالة التعهد بالشراء بالقيمة الاسمية، يصبح رأس المال كله مضموناً.

والحقيقة أن الضمان الممنوع واقعٌ هنا، ولا ينفي وقوعه احتمالُ عدم فاعلية هذا التعهد في حال تلف موجودات الصكوك أو فقدها بسبب عدم وجود ما يشتريه المتعهد في هذه الحالة، وبالتالي وقوع الخسارة على حاملي الصكوك؛ وذلك لأن مجرد صدور هذا التعهد بحد ذاته ممنوع، إذ يخالف أحكام المضاربة أوالشراكة أوالوكالة بالاستثمار التي تحكم علاقة مدير الصكوك بحامليها.

أما إن كان الضمان صادراً من طرف ثالث مستقل تماما لاستقلال عنطر في الصكوك بحيث يمكن تكييفه بأنهم تبرع بدون مقابل، فهو

جائز، لأن هذا الضمان لايعدو كونه من التبرعات، شريطة استقلال هذا الوعد بالتبرع عن العقد الذي يحكم العلاقة بين طرفي الصكوك، كما نص على ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 30 (4/5) بشأن صكوك المضاربة وصكوك الاستثمار.[76]

- القول بجواز التعهد بشراء الصكوك بالقيمة الاسمية على أساس أن القيمة السوقية لصكوك الاستثمار تعدل القيمة الاسمية في غير حالة الخسارة:

ذهبت بعض الاتجاهات المعاصرة كذلك إلى جواز صدور تعهد الشراء بالقيمة الاسمية على أساس أن القيمة السوقية لصكوك الاستثمار لاتختلف عملياً عن القيمة الاسمية في غير حالة الخسارة، لأن على مدير الصكوك الاستثمارية أن يوزع الأرباح دورياً، ومعرفة وقوع الربح وتحديد مقداره إنما يكون بالاستناد إلى رأس المال، لأن الربح هو مافوق رأس المال. فإذا ماوزّع الربح كله بمجيء وقت إطفاء الصكوك، بقي رأس المال، أي كانت قيمة موجودات الصكوك السوقية حينئذ بعد حسم الربح مساوية للقيمة الاسمية. وكذلك الحال فيما لو لم يكن ربحٌ أوخسارة، فتتعادل القيمة الاسمية مع القيمة السوقية؛ فلا يكون ضيرٌ في إصدار التعهد بالشراء بالقيمة الاسمية، لأنه عملياً مساو للقيمة السوقية.

لكن هذا الكلام ينطبق على حالة استخدام حصيلة الصكوك في تمويلات نقدية فقط، ولاينطبق على حال وجود أصول اشتريت بحصيلة الصكوك واستخدمت في العملية الاستثمارية، ولم تسيّل حتى إطفاء الصكوك، وذلك كالعقار والآلات اللازمة للمشروع الاستثماري، فإن هذه الأشياء تباع عادة في آخر المشروع في السوق، أي بالسعر السوقي، وهو فيما سوى العقارات أدنى غالباً من سعر الشراء، وفي العقارات أعلى منه.

وعلى فرض التسليم بصحة تساوي القيمة الاسمية مع القيمة السوقية في حالات الربح أوعدم الخسارة، فإن ذلك لايسوّغ أبداً جواز إصدار مدير الصكوك تعهداً بشراء الصكوك بالقيمة الاسمية، لأن حالات الخسارة وإن لم يغلب وقوعها إلا أنها محتملة جداً ما دمنا نفرض أن العملية استثمارية حقيقية وليست تمويلية ذات ربح مضمون، أي بفائدة مبطنة. ووجودُ نحو هذا التعهد

يعني وقوع الضمان الذي منعت الشريعة أبداً أن يتعهد به المضارب أو الشريك أو الوكيل بالاستثمار، وبصرف النظر عن نسبة احتمالية الخسارة.
التعهد بشراء موجودات الصكوك
التعهد بشراء موجودات الصكوك ببقية أقساط الإجارة المتبقية في صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك:

ذهبت بعض الفتاوى الشرعية المالية (هيئة المعايير الشرعية بالبحرين) إلى جواز أن يتعهد مدير الصكوك التي تقتصر على أصول مؤجرة إجارة منتهية بالتمليك [77] بشراء تلك الأصول عند إطفائها بباقي أقساط الأجرة لجميع الأصول إذا ما نُقض عقد الإجارة لسبب ما، باعتبار أن هذه الأجرة الباقية تمثل صافي قيم هذه الأصول.[78]

ونرى أن هذا غير جائز، لأن هذه الفتوى تتصور منها حالتان: الحالة الأولى أن يكون مدير الصكوك هو نفسه بائع الأصول أولاً ثم المستأجر لها إجارة منتهية بالتمليك؛ والحالة الثانية أن يكون بائعُ الأصول المؤجرة ثم المستأجرُ لها إجارة منتهية بالتمليك جهة أخرى مستقلة تماماً عن مدير الصكوك.

وفي الحالة الأولى يتحقق الضمان الممنوع لرأس المال فضلاً عن ضمان الربح؛ فمدير الصكوك البائع للأصول يتعهد هنا في حال نقضه لعقد الإجارة لسبب ما بدفع مبلغ يساوي باقي أقساط الأجرة، وهذه هيكلة مالية يترتب عنها أن المستأجر المتمول عن طريق الصكوك يضمن لمن موله، أي حملة الصكوك، مبلغ التمويل (حصيلة الإصدار) وربحا فوقه، لأن مجموع الأجرة للفترات الإيجارية التعاقدية تزيد دائماً عن حصيلة الإصدار، أي مبلغ التمويل؛ فهو ضمان ممنوع. هذا فضلاً عن عدم مشروعية أن يستأجر البائع ما باعة إجارة منتهية بالتمليك كما سيأتي لاحقاً.
أمافي الحالة الثانية، في تحقق ضمان رأس المال والربح كذلك لحملة الصكوك من طرف غير مستقل، وهو مدير الصكوك. وقد تكون قيمة الأصول المؤجرة أقل من مجموع الأقساط الباقية للإجارة المنتهية بالتمليك، وقد يفسخ المستأجرعقد الإجارة المنتهية بالتمليك بعد فترة وجيزة من بداية الإجارة، فتعظم الخسارة على مدير الصكوك الضامن.

- تعهد المستأجر في صكوك الإجارة بشراء الأصول عند الإطفاء بقيمتها الاسمية:

أُجيز للمستأجر في بعض المعايير الشرعية التعهدُ في صكوك الإجارة بشراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على ألا يكون شريكاً أومضارباً أو وكيلاً بالاستثمار.[79]

وهنا قد يكون المستأجرُ إجارة تشغيلية عادية هو نفسه بائعًا لأصول المؤجرة من قبل، فهو يدفع أجرة طيلة فترة الإجارة، ثم يشتري الأصول المؤجرة بالقيمة الاسمية للصكوك، أيْ بالثمن الذي باع به الأصول أولاً؛ فتكون الأجرة التي دفعها في أثناء عقد الإجارة هي الزيادة على المال الذي دخل إليه ثمناً للأصول التي باعها ثم أعاد شراءها بنفس الثمن. فتكون العملية كلها عينة أو ما يسمى ببيع الاستغلال، وهو حيلة ربوية على النحو الذي سنفصل لاحقاً. فعليه، يجب ألا ينظر إلى المسألة على أن التعهد صادر عن جهة مستقلة عن الجهة المديرة للصكوك، بل ينبغي أن ينظر إليها على النحو الذي بينا، وهو تطبيقها العملي في الغالب.

إقراض مدير الصكوك لحملتها عند نقصان الربح الفعلي عن المتوقع

ماعليها لعمل في أكثر إصدارات الصكوك أن مدير الصكوك يلتزم بإقراض حملة الصكوك في إحدى الحالتين التاليتين:

1. إذا لم يظهر ربح النشاط الذي استثمرت فيه حصيلة الصكوك في التاريخ المحدد لتوزيع الأرباح.
2. إذا ظهر ربح ولكن كان دون المتوقع لحملة الصكوك في فترة من فترات التوزيع.

فيلتزم مدير الصكوك بإقراض حملة الصكوك مايحقق الربح المتوقع في التاريخ المحدد لتوزيع الأرباح، ثم يسترد مدير الصكوك ماأقرض لاحقاً من الأرباح التالية، أو من أصول الصكوك إن لم يتحقق أي ربح، وفي الحالة الأخيرة، يشتري مدير الصكوك عند إطفائها موجودات الصكوك بالقيمة الاسمية مضافاً إليها المبلغ المقتطع في وفاءِ القرض، بعد أن نقصت القيمة الاسمية بهذا الاقتطاع.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا التعهد من مدير الصكوك بإقراض مايكمّل الربح المتوقع، وهو الذي يحدَّد على أساس سعر الفائدة في فترة من فترات توزيع الربح، يترافق مع تعهد من حملة الصكوك بالتنازل لمدير الصكوك عن الربح المتحقق زيادة عن الربح المتوقع لتلك الفترة، وهو الذي يبنى كما تقدم على أساس سعر الفائدة في تلك الفترة.

وقد أثار صدور التعهد بالإقراض بعض الاعتراضات الشرعية، لأن العلاقة التي تحكم مدير الصكوك بحملة الصكوك علاقة معاوضة لاتبرع، فهي إما مضاربة أومشاركة أو وكالة بأجر، واجتماعُ القرض مع عقد معاوضة ممنوع للنهي عن اجتماع بيع وسلف؛ وكما يقول الفقهاء، فإن مثل البيع في حكم لجتماعه مع السلف كلُ عقد معاوضة، وذلك لتحقق علة المنع من احتمال التعويض عن القرض بأحد بدلي المعاوضة، فيكون ذلك تحيلاً عن الربا.

ونرى أن الإشكال يتجاوز هذه الجزئية إلى قضية أعمّ وأهم، وهي قضية الحكم على هذه الصكوك التي تؤسس في بعض الحالات على نحو يعد مال فارق بينها وبين السندات الربوية المحرمة؛ فرأسُ المال يُضمن بالتعهد بالشراء بالقيمة الاسمية، ومدير الصكوك يتعهد بدفع العائد المتوقع المرتبط بسعر الفائدة من الربح الفعلي أو إقراضاً منه، وحملة الصكوك يتنازلون عما فوق الربح المتوقع الذي هو مرتبط بسعر الفائدة! ضِفْ إلى ذلك مشاكل توجد في بعض الصكوك دون بعض، كصكوك الإجارة كما سيأتي، من مثل إجراء عقد بيع شكلي على ما لا يباع حقيقة من ممتلكات عامة حكومية، كما هو حاصل في بعض إصدارات الصكوك التي تقوم بها الحكومات، مما يعني عدم تحقق ملكية حملة الصكوك لموجودات الصكوك حقيقة. كل هذا ونحوه يجعل من الخطأ محاولة إيجاد مخرج شرعي لكل جزئية من جزئيات الصكوك على حدة، لأنه حتى مع إمكان إيجاد التخريجات الشرعية الجزئية، تصبح الصكوك بهذه الجزئيات جسماً غريباً غير منسجم مع روح الشريعة ومبادئها وأصول أحكامها.

وهذا الجوهر المشكل لكثير من أنواع الصكوك التي ظهرت يُعدِم في رأينا الحاجة إلى النظر بعد ذلك في مسائل جزئية متفرعة تناولها

البعض من مثل: هل المشاركات من المعاوضات حتى يمتنع إقراض مدير الصكوك أم لا، أي تحقيقا للنهي عن اجتماع معاوضة مع القرض؛ وهل الشركة في صكوك المشاركة هي شركة عقد أوملك، لأنه يجوز للشريك في شركة المِلك أن يتعهد بشراء حصة شريكه بسعر ما ولايجوز ذلك لشريك شراكة عقد.

ولو كانت الصكوك صكوك استثمار حقيقي يقوم على الربح والخسارة الحقيقيين، ولا يكتنفها شيء من الضمانات، وتمثل ملكية حقيقية لموجودات الصكوك، لأمكن تجاوز جزئية التزام مدير الصكوك بتقديم قرض عند نقصان الربح الفعلي عن المتوقع في مقابل تنازل حملة الصكوك عن الربح الزائد عن المتوقع، وذلك بالاستناد إلى أن علة النهي عن اجتماع المعاوضة مع السلف هي احتمال التواطؤ على الزيادة في أحد بدلي المعاوضة لينتفع المقرض بالقرض، كأن يبيع المقرض للمقترض ما قيمته خمسون بستين، أو أن يشتري منه ما قيمته خمسون بستين، وهي علة لايتصور تحققها هنا.

رابعاً: مسائل متفرقة تتعلق بضمانات الصكوك

بيع الصكوك عند الإصدار بأقل أو بأعلى من القيمة الاسمية:

ينبغي القول بمنع بيع الصكوك بأقل من قيمتها الاسمية لبعض حملة الصكوك، لأنه في حالة عدم تحقيق ربح فوق القيمة الاسمية أو خسارة دونها، يقوم مدير الصكوك بإطفاء الصكوك بالقيمة الاسمية، وإطفاؤها بالقيمة الاسمية يعني تحقيق ربح لمن اشتراها بما دون القيمة الاسمية، وهو الفرق بين سعر الشراء، وتلك القيمة. أي أن ربحاً قد تحقق في حقيقة الأمر، لكن لم يشترك فيه باقي حملة الصكوك، مع أنهم شركاء في الربح والخسارة، وهم وإن كان يصح تفاوتهم في نسب الربح، لكن ذلك عند تحقق شيء من الربح لجميعهم، وهنا لم يتحقق شيء من الربح لجميعهم؛ فضلاً عن عدم احتمال قيام مايسوغ تفاوت حملة الصكوك في نسب الربح في بعض الحالات.

أما بيع الصكوك عند الإصدار بأعلى من قيمتها الاسمية أي بعلاوة على الإصدار، فلا يوجد ما يمنعه إن كان الغرض منه تغطية نفقات

الإصدار؛ إلا أن تكون تلك العلاوة مقابل ضمان زائد يقدمه المصدر أو غيره، فتمتنع العلاوة حينئذ، لأن الضمان بحد ذاته ممنوع، فضلاً عن أنه بأجر.

كفالة مدير الصكوك لمن يتعامل معه

الكفالة من مدير الصكوك، شريكاً أو مضارباً أو وكيلاً بالاستثمار، بعقد منفصل بالمجان لمن يتعامل معه، كشركة تنفيذ هندسية أومصدّر أومورّد للسلع، جائزة، لأنه ذه الكفالة لاتستلزم حقيقة حصولَ الربح أو حتى ضمانَ رأس المال حتى تكون ممنوعة؛ بلأ قصى ما فيها كفالة طوعية من مدير الصكوك لالتزام جهة ما تعاقد معها، كحسن تنفيذ مشروع ما، أو التزام أطراف خارجية تعاقد معها مدير الصكوك بسداد مديونيات ناتجة عن عقود قد لاتثمر ربحاً أصلاً بل قد تكون خاسرة؛ فلا ضمان واقع إذن بذلك لحصيلة الصكوك أو أصل عائدها المتوقع، مما يجعل الأمر مقبولاً.

توزيع جوائز على حملة الصكوك

قد تعلن الجهات الراعية للصكوك عن جوائز بالسحب يراد منها جذب الناس إلى الاكتتاب في الصكوك، وما ينبئنا به المختصون هو أن هذه الجوائز إن مايدفع ثمنها حقيقة المكتتبون حملة الصكوك، فكلفة الجوائز تُقتطع حقيقة من أرباح الصكوك، أي أن المكتتبين يدخلون السحب بمقابل يدفعونه لاحقاً من أرباحهم في الحقيقة، ولايدخلون بالمجان، مما يعني وقوع القمار.

ولو لم يكن الأمر كذلك، أي لو لم تُقتطع كلفة الجوائز من المكتتبين، فإن الأمر داخل في دائرة الشبهة، لأن الجوائز قد تكون الحامل حقيقة على اكتتاب بعض الناس، مما يعني أنهم دفعوا ثمناً للدخول في السحب عليها، فتمتنع؛ إلا أن تكون الجوائز ذات قيمة قليلة، بحيث لا تشكل دافعاً معتبراً لدى الناس للاكتتاب، فتجوز حينئذ.

ومثل هذا يقال في الجوائز التي تمنح لجميع المكتتبين ويدفع ثمنها مدير الصكوك، فينبغي لجوازها ألاتكون عالية القيمة، لأنها إن كانت ذات قيمة عالية، أورثت ضمان جزء من رأس مال الذي يساهم به المكتتبون، فهم بمجرد اكتتابهم ودفعهم لرأس المال، ضمنوا شيئاً منه في استثمار لا يصح أن يُضمن لهم فيه شيء، وهو قيمة هذه الجائزة التي نالوها، ضمنها

لهم مدير الصكوك بالاكتتاب. وإن كان مدير الصكوك إنما يقتطع ثمن الجوائز الممنوحة للجميع من أرباح حملة الصكوك، فهو تغرير بهم، فهم كمن يشتري شيئاً (الجوائز) لو علموا أنهم يدفعون فيه ثمناً ماشتروه.

تشكيل احتياطي من عائد الصكوك لتغطية خسائر مستقبلية محتملة

قرر المجمع الفقهي [80] (رقم 30(4/5) بشأن صكوك المقارضة والاستثمار) جواز اقتطاع نسبة معينة من أرباح الصكوك في نهاية كل دورة استثمارية، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة على الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

والذي نراه هو وجوب تمكين حامل الصكوك من استرداد ما اقتطع من ربحه في تشكيل هذا الصندوق عند انسحابه من العملية الاستثمارية، لأنه لم يرض باقتطاع ذلك المبلغ متبرعاً، بل رضي بذلك ليفيد هو ذاته منه لاحقاً في فترات لاحقة محتملة لغرض تحقق انتظام تدفق العائد فحسب؛ فهو لم يتركه للآخرين، بل تركه لنفسه ليناله هو لاحقاً في وقتما، بدليل أن العملية كلها عملية استثمارية الهدف منها تعظيم المال. فهي على هذا تختلف عن التأمين الإسلامي التكافلي الذي ليس الغرض منه الاستثمار أو الاحتفاظ بعائد الاستثمار إلى وقت مستقبلي، بل الغرض منه تفتيت المصائب. وعليه، فإن من حق حامل الصكوك المنسحب أن يسترد ما اقتطع منه في تشكيل ذلك الاحتياطي عند انسحابه.

استرداد قيمة الصكوك الاسمية بعد إغلاق الاكتتاب وقبل الشروع بالاستثمار

إن كان يُسمح لحامل الصكوك باسترداد قيمة الصكوك الاسمية قبل الشروع بالاستثمار، فهذا لايعد من قبيل الضمان الممنوع، بل من قبيل العدول عن قرار الاستثمار، وهو جائز؛ لأن الاستثمار لم يتم الشروع به حتى يحتمل وقوع الخسارة، وبالتالي يقع بمنح حق الاسترداد الضمانُ الممنوع.

حق حملة الصكوك بالاطلاع على سير عملية الاستثمار:

إن من حق حملة الصكوك أن يكونوا على اطلاع دائم بتطورات العملية الاستثمارية، بصرف النظر عن نوعية الصكوك التي يحملونها، نظراً لأنهم أصحاب المال والمتضرر الأول في حال وقوع الخسارة. ولا

يعد إعطاؤهم هذا الحق تدخلاً مباشراً في شؤون إدارة عملية الاستثمار التي يتولاها مدير الصكوك مضاربا كان أم وكيلاً بالاستثمار، بل من قبيل ممارسة الحق الجائز الذي أعطته الشريعة لرب المال.

خامساً: الصكوك والعينة

أ- صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك والعينة:

قرر مجمع الفقه الإسلامي (قرار رقم: 110 (12/4) بشأن موضوع الإيجار المنتهي بالتمليك وصكوك التأجير) جواز الإجارة المنتهية بالتمليك، وحدد لذلك شروطاً مجملها مايلي[81]:

- أن يكون عقد الإجارة حقيقيا بحيث تطبق عليه أحكام الإجارة من كون ضمان العين المؤجرة ونفقات الصيانة غير التشغيلية على المؤجر طيلة فترة الإجارة.
- استقلال عقد الهبة أو العقد الذي تُملك به العين المؤجرة بعد انتهاء الإجارة عن عقد الإجارة بحيث يكون كل منهما عقداً مستقلاً، لا أن يُجعل العقدان في عقد واحد.

ولأن عقد الإجارة المنتهية بالتمليك من العقود المقبولة، فقد صير إلى إصدار صكوك صارت تعرف بصكوك الإجارة، وهي أنواع مختلفة، منها مايقوم على أساس عقد الإجارة المنتهية بالتمليك.

لكن هذه الصكوك المبنية على الإجارة المنتهية بالتمليك في بعض تطبيقاتها تضمنت العينة، والعينة لم يقل أحد من أهل الفقه بحلها[82] وإن كان بعض الفقهاء، كالإمام الشافعي[83]، يقول بتصحيح عقدها باعتبار استيفاء عقد العينة لشروط البيع الظاهرة، والشافعي كما هو معلوم يصحح العقود باعتبار ظواهرها، لكنه لايقول بحل، أولا يملك أن يقول بحل ماكان الغرض منه غير شرعي، كالوصول إلى الحرام. يقول الإمام الشافعي: "الأحكام على الظاهر، واللهو لىّ الغيب، من حكم على الناس بالإزكان[84]، جعل لنفسه ما حظر الله تعالى ورسوله صلى الله عليه وسلم، لأن الله عزّ وجل إنّ ما يتولّى الثواب والعقاب على المغيَّب، لأنه لايعلمه إلا هو جلثناؤه. وكلّف العباد أن يأخذوا من العباد بالظاهر، ولو كان لأحد أن يأخذ بباطن عليه دلالة، كان ذلك لرسول الله صلى الله عليه وسلم".[85]

وأوضح ذلك الغزالي أيضاً، وهو الشافعي المذهب، فأشار إلى أن الحكم على شيء بالصحة لا يستلزم الحكم عليه بالحل.[86]

وتضمُّن هذه الصيغة من صكوك الإجارة للعينة حاصل في أن بائع الأصول التي صككت يعود فيشتريها بطريق الإجارة المنتهية بالتمليك مع التواطؤ السابق على ذلك، أي أنه يبيع الأصول تصكيكاً بمبلغ ما، ثم يستأجرها إجارة منتهية بالتمليك، فتعود إليه تلك الأصول بثمن أعلى من الثمن الأول الذي باع به، وهذا معنى العينة. ولا يقال هنا إن ملكية الأصول عادت إلى البائع الأول عن طريق الهبة، أوالبيع بثمن رمزي هو أقل بكثير من الثمن الأول، فهي بهذا تختلف عن العينة! لايصح قول هذا إلا إن كنا نحكم على حِلّ عقد باعتبار ألفاظه وشكلياته، لا باعتبار معانيه و جوهره، وهذا ما لم يقله فقيه؛ ولو صح هذا، لحلّ وقبل عقد الإسلام من منافق، ولحلّ التوطؤ على التحّيل على الزنا باستيفاء شكليات عقد النكاح! فالواجب هنا النظر إلى العملية باعتبار جوهرها لا باعتبار شكلياتها، وجوهر المسألة أن بائع الأصول قبض مالاً في بيعه لسلعة بقيت عنده حقيقة ثم دفع لاحقاً أكثر مما قبض إلى ذات الشخص عن اتفاق مسبق، وهو معنى العينة التي تبقى فيه العين المباعة حقيقة عند البائع مع الالتزام بإرباح الشخص المشتري على المبلغ الذي دفع.

وفضلاً عن تضمن صيغة الصكوك المذكورة لمعنى العينة، فإن تضمنه المعنى بيع الاستغلال واضح، ومعنى بيع الاستغلال أن تباع العين بيعَ وفاءٍ[87] على أن يستأجر البائعُ المبيع[88]. أي أن المشتري ينتفع من المبيع بإجارته للبائع نفسه، مع وجود شرط أن البائع متى دفع الثمن، رده المشتري إليه، وهذا البيع لايختلف في جوهره عن شراء شيء ثم إجارته إلى بائعه إجارة منتهية بالتمليك، وقد نص عليه بعض متأخري الحنفية والفتوى عندهم على فساده، كما ذكر صورتها بن تيمية وحرمه.[89]

وعليه، فإنه وإن كانت صيغة الإجارة المنتهية بالتمليك مقبولة في الأصل، وبمشروعيتها قال مجمع الفقه الإسلامي، إلا أن تطبيقها على النحو المؤدي إلى العينة، بأن يكون المستأجر هو بائعا لأصول أولاً، ينبغي القول بعدم مشروعيته لتحقق مضمون القرض الربوي فيه.

يدل على ما ذكرنا من تحقق مضمون القرض الربوي في هذه الصيغة من صيغ الإجارة المنتهية بالتمليك أمور:

الأمر الأول: تحميل المؤجر المستأجرَ لتبعات الملك، فالمؤجر الذي اشترى الأصول من قبلُ من المستأجر، يحمّل عملياً المستأجرَ كلفة التأمين على الأصول المؤجرة، ويحمله كذلك نفقات الصيانة الأساسية التي يتحملها الملاك عادة،وذلك عن طريق تقسيم الأجرة إلى ثلاثة أقسام:

1. الأجرة الثابتة، ويمثل مجموعها كلفة شراء الأصل المؤجَّر من مالكه المستأجر.
2. الأجرة المتغيرة، وتمثل ربح المؤجِّر فوق كلفة شرائه للأصل المؤجر من مالكه المستأجر، وهي عملياً سعر الفائدة السائد في السوق عند استحقاق الأجرة.
3. الأجرة المضافة، وتمثل النفقات الطارئة، كنفقات الصيانة الأساسية، فيحملها المؤجِّر للمستأجر من خلال إضافة هذه النفقات على الأجرة للفترة الإيجارية التالية للفترة التي تُكبِّدت فيها تلك النفقات.

وعليه، فإن الطرف المؤجّر يحمّل المستأجر مايجب عليه أن ينفقه هو على مِلكه، فلا يتحمل بذلك تبعات الملك حقيقةً؛ وهذا يؤكد كون الإجارة غير حقيقية. بل وحتى في حال تلف الأصل المؤجَّر أو هلاكه، فإن شركة التأمين هي التي تدفع قيمة الأصل المؤجر الهالك أو التالف، وأقساط التأمين إنما يدفعها المستأجر، أي أن شركة التأمين تمثّل المستأجر حقيقةً في الدفع، فكأن الضامن لتلف الأصل المؤجر وهلاكه هو المستأجر أيضاً!

الأمر الثاني: وقوع هذه الصيغة من صيغ الصكوك أحياناً فيما لا يبيعه حقيقة المالكُ أولاً المستأجرُ لما باع ثانياً، وذلك كما حالات إصدار صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك الواقعة على شراء ممتلكات حكومية لا تنقل الحكومة ملكيتها إلى شركات خاصة أو أفراد، كالموانئ والمطارات وكل المرافق العامة الأساسية. فوقوع الإجارة المنتهية بالتمليك، المتطلبة شرعاً لتملك المؤجر الحقيقي لما يؤجره، على أصول لايمكن للمصرف أو مؤسسة التمويل الإسلامي أن يتملكها حقيقة يدلُّ على أن العملية ليست عملية بيع ثم إجارة حقيقية، بلتمويل بفائدة وقد استتر بلبوس عقد شرعي.

الأمر الثالث: أن المستأجر في عموم حالات الإجارة المنتهية بالتمليك يدفع أجرة هي أعلى حقيقة من الأجرة السوقية للمنفعة المستأجرة، أي أن المدفوع ليس أجرة فحسب، بلحصة من الثمن أيضا، وهذا يدل على تحقق قصد شراء العين، لا شراء المنفعة. أي أن الإيجار اللاحق لشراء العين هو من حيث المضمون عقد بيع، لا عقد إجارة حقيقي؛ وقد تقدمه بالتواطؤ عقدُ شراء من ذات الشخص بثمن أقل، فَتتحقق بذلك العينة المحرمة.

وعليه، فإن الأمور الثلاثة المتقدمة تدل على عدم اختلاف هذه الصورة من صور الإجارة المنتهية بالتمليك عن بيع العينة ذي المضمون الربوي، فتكون صورة فاسدة؛ وإذا فسد العقد الذي أصدرت الصكوك على أساسه، كانت هذه الصكوك فاسدة وغيرشرعية.

ب–صكوك السلم والعينة:

بيع العينة المحرم كما هو معروف يتحققَ بتواطؤ المشتري مع البائع على إعادة بيع السلعة إليه بسعر مختلف بغية التحايل على الربا.

وربّ السلم مشترفي عقد السلم، والمسلم إليه بائع، فهل يجوز إعادة بيع السلعة المسلم فيها قبل قبضها إلى المسلم إليه بعد شرائها منه؟

ذهب جمهور الفقهاء من الحنفية والشافعية والحنابلة إلى عدم جواز ذلك بإطلاق، لأنه بيع مالم يقبض كما تقدم، وهو ممنوع.

وذهب ابن تيمية وتلميذه ابن القيم من متأخري الحنابلة إلى جواز بيع المسلم فيه قبل قبضه إلى المسلم إليه وإلى غيره، لكن ابن تيمية وابن القيم قيدا جواز بيع المسلم فيه إلى المسلم فيه، تحرزاً عن التحيل على الربا وحصول ربح مالم يضمن، بان يكون الثمنُ ثمنَ المثل أو أقل، لا أكثر. و قيدا الجواز كذلك بأن يكون الثمن حالاً، تحرزا عن وقوع بيع الكالئ بالكالئ، أي الآجل بالآجل، وهو منهي عنه.[90]

وأجاز المالكية كذلك بيع ماسوى الطعام من المسلم فيه إلى المسلم فيه بشرطين اثنين:

1. أن يكون الثمن حالاً حتى لا يتحقق بيع الكالئ بالكالئ.
2. أن يكون بمثل الثمن الأول أو أقل، تجنباً للتحيل على الربا.

يقول ابن جزي: (يجوز بيع العرض المسلم فيه قبل قبضه من بائعه بمثل ثمنه أو أقل لا أكثر، لأنه يتهم في الأكثر بسلف جر منفعة ويجوز من غير بائعه بالمثل و أقل و أكثر يدا بيد، و لا يجوز بالتأخير للغرر لأنه انتقال من ذمة إلى ذمة)91.

وعليه، وبالاستناد إلى فتوى المجيزين لبيع المسلم فيه إلى المسلم فيه قبل قبضه والشروط المذكورة في ذلك، فإن بيع صكوك المسلم إلى المسلم إليه، بأن يقوم المسلم إليه المصدر للصكوك بإطفائها، يجوز مادام إطفاء الصكوك بقيمة لا تزيد عن القيمة الاسمية لتلك الصكوك، أو بالقيمة السوقية للسلع المسلم فيها.

سادساً: تقييد الصكوك محاسبياً

إن عملية تصكيك مؤسسة أو موجودات هي عملية بيع لهذه الموجودات إلى حملة الصكوك، وإذا كان الأمر كذلك، فلابد من أنت عامل عملية التصكيك على هذا النحو، من حيث تقييدها في الميزانية.

ولو لم يجر الأمر حسابيا على هذا النحو، لكان التصكيك ائتماناً، أي إقراضا، ويترتب على هذا أن عملية هيكلة الصكوك تنطوي على قرض ربوي، لأن حملة الصكوك يعود عليهم أكثر مما دفعوا، والجهة المصككة تدفع أكثر مما نالت، وهذا هو الربا.

الفصل الأول

الاستثمار – أهميته

ضوابطه الشرعية وأحكامه

المبحث الأول

الاستثمار،تعريفه وفرقه عن التمويل والادخار

أ) التمهيد :

الاستثمار : لغة مشتق من الثمر،وهو مصدر لفعل استثمر يستثمر وهو طلب الحصول على الثمرة، وثمرة الشيء ما تولد عنه، أو نفعه المقصود منه. وثمَّر الرجل ماله: أي أحسن القيام عليه ونمَّاه،وثمر الشجر يثمر ثمورًا : أي طلع ثمره، وأثمر الرجل ماله : إذا نمَّاه وكثَّره،ومنه قولهم : ثمَّر الله مالك تثميراً : أي كثَّره ونمَّاه.[92]

وعليه فالاستثمار لغة: يُراد به طلب الثمر،وأما استثمار المال،فيراد به طلب ثمر المال الذي هو نماؤه ونتاجه،ولم يكن مصطلح " الاستثمار متداولاً لدى الفقهاء سابقاً وإنَّما كانوا يستخدمون مصطلحات أخرى تفيد هذا المعنى منها: لفظ (التثمير) ويقصدون من التثمير تكثير المال وتنميته بسائر الطرق المشروعة،أو لفظ (التنمية) أو (الاستنماء) وهو طلب النماء.

وهذه المصطلحات الثلاثة كثيرة الورود عند حديثهم عن سبل تنمية المال وزيادته وإليك بعض نماذج من استخداماتهم للدلالة على معنى الاستثمار:

ففي باب (المضاربة) أو(القراض) أورد الكاساني من الحنفية عبارة الاستنماء فقال:" المقصود من عقد المضاربة هو (استنماء) المال " [93]، وأما الفقيه المالكي الإمام الدردير فقد أورد في معرض حديثه عن حكم المضاربة عبارة التنمية فقال: " القراض جائز لأنَّ الضرورة دعت إليه لحاجة الناس إلى التصرف في أموالهم ،،وليس كل واحد يقدر على (التنمية) بنفسه "[94]

وعلى ضوء معاني المصطلحات الثلاثة التي استخدمها الفقهاء يمكن استعراض ما ورد من تعريفات للاستثمار لدى الفقهاء المعاصرين فيما يلي:

أ) تعريف الاستثمار من منظور إسلامي :

التعريف الأول:

الاستثمار هوتعبير عن الطرق والوسائل المشروعة التي يستخدمها الفرد أو الجماعة من أجل الحصول على نماء المال وزيادته [95] .

التعريف الثاني:

الاستثمار بأنّه عملية توظيف لرأس المال المتاح القائم بغية الحصول على الأرباح ،لإيجاد أصول رأسمالية جديدة [96]،يوجه فيها الفرد أمواله، بطرق مشروعة يعود نفعها على الفرد والمجتمع[97] .

التعريف الثالث للاستثمار:

هو توظيف الفرد،أو الجماعة للمال الزائد عن الحاجة الضرورية بشكل مباشر[98] أو غير مباشر[99] في نشاط اقتصادي لا يتعارض مع مبادئ الشرع ومقاصده العامة وذلك بغية الحصول على عائد منه يستعين به الفرد أو الجماعة على القيام بمهمة الخلافة وعمارة الأرض [100] وهو التعريف الأشمل .

ب) تعريف الاستثمار في الاقتصاد التقليدي :

أمامفهوم الاستثمار في الاقتصاد التقليدي فهو" شراء أي شكل من أشكال الملكية ويكون في شراء سلع رأسمالية(*capitalgoods*)،أو شراء أسهم (أي حصص من ملكية شيء) أو وضع المدخرات لدى أفراد أو مؤسسات تقوم بتوظيفها " [101]

ومن خلال مقارنة هذه التعريفات نلاحظ أنّ "مفهوم الاقتصاد التقليدي للاستثمار يهمل جانب القيم الشرعية والاجتماعية في حين مفهوم الاستثمار في المذهب الاقتصادي الإسلامي محكوم بضوابط ومعايير شرعية واجتماعية وتلاحظ ذلك بوضوح لدى استعراض التعريفات الثلاثة السابقة لمفهوم الاستثمار من منظور إسلامي.

ج) الفرق بين الاستثمار (investment والتمويل (financing).

عند الوقوف على تحديد مفهوم الاستثمار في الاقتصاد التقليدي تجد بأنَّهم لايعتبرون بيع وشراء الممتلكات – سواء كانت محلات تجارية أو عقارات – استثماراً وإنما الاستثمار عندهم هو كل عملية فيها زيادة أو إضافة جديدة في ثروة المجتمع عما كانتعليه،مثل إقامة المصانع والمزارع والمباني والطرق والجسور وغيرها من المشروعات التي تضيف زيادة ونمواً للرصيد الاقتصادي للمجتمع.

وبناءً على ذلك لا يعتبرون التصرفات المتعلقة بانتقال الملكية من شخص إلى آخر زيادة عما كانت عليه ثروة المجتمع ، فلا يدرجونها في الاستثمار، ويقولون أنَّ نقل ملكية مبنى أو متجر أو منشأة من شخص إلى آخر لا يترتب عليه إضافة جديدة إلى أصول المجتمع حيث إنَّه لم يطرأ على ثروة المجتمع أي زيادة ، ويعتبرون دفع الأموال لمثل هذه العمليات تمويلاً حيث يعرّفون التمويل بأنّه: توفير الأموال اللازمة الدفع للأفراد أو الشركات لتلبية احتياجاتهم أو مشروعاتهم غير مشترطٍ فيها أن تكون لزيادةٍ أو إضافةٍ في ثروة المجتمع [102].

والجدير بالتنويه أنَّ الاقتصاديين يستخدمون عبارة مرادفة للاستثمار فقد يستخدمون عبارة " الاستثمار " أو عبارة " توظيف الأموال " .

د) الفرق بين الاستثمار والادخار:

الاستثمار: هو توظيف الأموال للحصول على الأرباح

أما الادخار: فهو الفرق بين الدخل والاستهلاك [103] فمن كان دخله الشهري ألف ومصروفاته تسعمائة فيسمى الباقي – وهو مائة – ادخاراً

ومن هنا تتضح العلاقة بجلاء بين الاستثمار والادخار إذ الاستثمار هو استخدام الادخارلتنميتها وللحصول على الأرباح[105] .

المبحث الثاني
أهمية الاستثمار وأهدافه

أ) أهمية الاستثمار :

يعتبر الاستثمار وسيلة هامة لغرس السعادة في النفوس لما ينتج عنه من تأمين لحاجات أفراد المجتمع وانتشالهم من بؤر الحرمان والبؤس والضنك ،لذلك كان من واجب المجتمع المسلم أن يتطلع إلى حياة توفر سائر احتياجاتهم لعيش كريم ينعم أفراده بالعدالة الاجتماعية،والاستقرار، والسعادة ،ولا يتأتى ذلك إلا من خلال التفاني،والاجتهاد في توليد الإنتاج وزيادته،وهذا يتطلب مراعاة حسن التخطيط والمفاضلة بين أساليب الاستثمار، والمفاضلة بين مجالات الاستثمار ،وذلك لأنّ تنمية ثروات المجتمع،واستغلال موارده الطبيعية عبر الوسائل المعينة على ذلك يقتضي تضافر جهود أفراد المجتمع على العمل الدؤوب في تنمية ثرواته،وحسن التصرف في موارده تنمية وتثميراً.

لذلك حث الإسلام على الاستثمار،وتنمية الثروة، وكان ترغيبه في ذلك إما مباشرة من خلال الآيات والأحاديث التي تدعو للكسب والعمل في حفظ المال وتكثيره. أو من خلال الدعوة للإنفاق والبذل فيما يتعدى نفعه للآخرين، فالإنفاق لا يتاح إلا من خلال اقتناء المال وتنميته ويشمل الإنفاق ما ينفقه الإنسان على نفسه وعياله أو على المحتاجين والمجتمع، والآيات تحث على تنمية الإنسان ماله ومن ذلك قوله تعالى: ﴿فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانتَشِرُوا فِي الأَرْضِ وَابْتَغُوا مِن فَضْلِ اللَّهِ﴾سورة الجمعة،10،ويقول القرطبي في الجامع لأحكام القرآن : عند قوله تعالى " إذا تداينتم بدين فاكتبوه" " وأشهدوا إذا تبايعتم " وقوله تعالى" فرهان مقبوضة" قال يعتبر الأمر بالكتابة،والإشهاد، والرهن نصّاً قاطعاً على مراعاة حفظ الأموال وتنميتها"[106] .

ولقد حرَّم الله الاكتناز في قوله تعالى" والذين يكنزون الذهب والفضة ولا ينفقونها في سبيل الله فبشرهم بعذاب أليم" سورة التوبة،35 والاكتناز يعني مطلق الاحتفاظ بالثروة دون استثمارها،وهو تصرف يحول دون تحقيق

مقصد الحفاظ على تنمية المال وزيادته لأنّه يقوم على حجب المال وتعطيله عن المشاركة في النشاط الاقتصادي،مما ينتج عنه زيادة وارتفاع نسب البطالة في المجتمع، وذلك لأنّ حجب المال عن التنمية والتثمير في حقيقته حجب لبعض الأفراد من المشاركة في الحياة الاقتصادية،فبقدر ما يدفع بالمال في أوجه النشاط الاقتصادي،بقدر ما تنجو المجتمعات من البطالة وضآلة الإنتاج،ولا يخفي ما فيهما من شر ووبال وخطورة على استقرار المجتمع وصفائه،ولم يقتصر التشريع على تحريم الاكتناز وإنما حرم الوسائل والأساليب الموهومة والتي تبدو في ظاهرها كأنّها وسائل وأساليب لتنمية المال وزيادته عن طريق الأساليب الربوية المتمثلة بالفائدة الربوية والتي لا تعدو أن تكون تنمية جزئية لأموال شرذمة ضئيلة من المجتمع،ويقابلها ظاهرة زيادة البطالة،والتضخم (*inflation*)" [107] وكذلك الاحتكار[108] الذي قال فيه ﷺ " لا يحتكر إلا خاطئ،والمحتكر ملعون"[109]وقال ﷺ "من دخل في شيء من أسعار المسلمين ليغليه عليهم،فإنّه حقاً على الله تبارك وتعالى أن يقعده بعظم من النار يوم القيامة" [110] وذلك لأن المحتكر يريد أن يوسع ثروته بالتضييق على خلق الله،وأن يبني قصوره على حساب احتياجاتهم الأساسية، ويسلب منهم أموالهم ليزيد في رصيده الألوف، والملايين من النقود،لذلك تعتبر الشريعة الربا والاحتكار من وسائل الاستثمار المحرمة،لأنّ ضررهما يعود على مجمل حياة أفراد المجتمع مما يفضي إلى شيوع الجرائم وعـدم التوازن والاستقرار في المجتمعات [111] .

وتحقيقاً لاستثمار حقيقي شريف حرّمت الشريعة الربا ،والاحتكار والغش ،ورغّبت بالاستثمار والاكتساب ومزاولة ما يكثر المال لكلّ قادر على العمل سواء كان رجلاً أو امرأة فقد قال ﷺ لمن سألته عن خروجها وهي معتدّة لرعاية نخلها: " لا عليك أن تجذي نخلك فتأكلي وتتصدقي " [112]

والجدير بالتنويه أن الحض على الاستثمار لا يقتصر على مَنْ عنده مال ، وإنّما يتناول الذي لا تتوافر لديه الأموال إذ فتحت الشريعة له المجال لاستثمار مال غيره بما ينتفع به رب المال،والعامل الخبير بتثميره، وذلك عن طريق المضاربة (القراض)، وهو باب أساسي من

أبواب الفقه،ولم يقتصر التأكيد على زيادة المال وتنميته بالمضاربة [113] بل يشمل الوكالة بالاستثمار، والتجارة والمشاركات بأنواعها، والبيع، والسلم[114]، والاستصناع[115] والإجارة والمقاولات، وبما يشمل القطاعات المتعددة . في مجال الصناعة والزارعة والثروة الحيوانية،والنقل،والمواصلات،وهكذا فإنّ الاستثمار يشمل كل تلك الوجوه.[116]

ب) أهداف الاستثمار :

لقد استخلف الله عز وجل الإنسان في الأرض من أجل عمارتها وبنائها والاستفادة من مواردها وتنميتها واستثمارها بما يحقق النفع له ولمجتمعه قال تعالى﴿ وهو الذي جعلكم خلائف الأرض﴾سورة فاطر،39 وبما أنّ الاستثمار يقوم على العمل والمال أما العمل فحكمه في الإسلام عبادة لقوله ﷺ " طلب الحلال واجب على كل مسلم وفي رواية العمل فريضة بعد الفريضة" [117] وأما المال فهو محور النشاط الاقتصادي، وحث الإسلام على استثماره وتنميته في المجالات التي تقرها الشريعة، وفيما يحقق المصلحة العامة ومصلحة الفرد. قال تعالى: ﴿وَابْتَغِ فِيمَا آتَاكَ اللَّهُ الدَّارَ الآخِرَةَوَلاتَنسَ نَصِيبَكَ مِنَ الدُّنْيَاوَأَحْسِن كَمَا أَحْسَنَ اللَّهُ إِلَيْكَوَلاتَبْغِ الْفَسَادَ فِي الأَرْضِ إِنَّ اللَّهَ لا يُحِبُّ الْمُفْسِدِينَ﴾سورة القصص،77

وتتلخص الأهداف التي يرمي التشريع الإسلامي إلى تحقيقها من الاستثمار بالآتي :

1- الحفاظ على المال وتنميته :

لأنّ أساس تحقيق التقدم الاقتصادي والاجتماعي لأي مجتمع من المجتمعات يرتكز على كيفية محافظة هذه المجتمعات على ثرواتها وكيفية تنمية هذه الثروات، وهي حقيقة عني الشارع الحكيم بتحقيقها من خلال حثه على الاستثمار، وبيان للتدابير التي تجعل الاستثمار يحقق هذا المقصد،وأهم هذه التدابير تحريم الربا والاحتكار ،والميسر، والإسراف، والتبذير، والتقتير .

إنّ الإسلام من خلال هذه التدابير يختلف اختلافا جوهريا عن الأنظمة التقليدية التي تركز فقط على تنمية الثروة دون أن تعير أي اهتمام للوسيلة التي تحقق ذلك .

2- تحقيق الربح، بأكبر نسبة ممكنة بما يزيد أصل المال:

وهو مقتضى لفظ الاستثمار ومعناه،وهذا من الدعاء المشروع للمؤمن بأن يسأل الله البسطة في الرزق،والبركة فيه ،ومن المعلوم من الدين بأن يشفع المؤمن الدعاء بالسعي إلى ذلك بالأسباب المشروعة.

تحقيق تداول الثروة :

حيث يهدف الشارع من خلال الاستثمار إشراك أكبر عدد ممكن من أفراد المجتمع للاستفادة من هذا المال مصداقا لقوله تعالى :

﴿كيلا يكون دولة بين الأغنياء منكم﴾سورة الحشر،7 .

ومن الوسائل التي تضمن تحقيق هـذا المقصد الاستثمار في الصناديق حيث تمتاز باشتراك أكبر عدد ممكن من المستثمرين،والفترة المحدودة لتصفية الأصول وتحويلها إلى سيولة نقدية .

ومن مزايا هذا الاستثمار توافر السيولة خلال عمر الصندوق لإمكان استرداد الأموال والحصول عليها كلما دعت الحاجة ،كما سيتضح ذلك في الفصول التالية مما يساعد على تأدية المال لوظيفته على الوجه الأمثل لأنّه كما قد تهمل تلك الوظائف المتاحة بكنز المال قد تهمل بربطه دائمًا بالاستثمار مما يحول دون إنفاقه [118] .

لذا يعتبر هذا الأسلوب في الاستثمار يحقق مقصد تيسيرتسييل[119] الأصول إلى نقود متداولة وذلك عن طريق إصدار وثائق ملكية مقسمة بقيم صغيرة متساوية القيمة يسهل بيعها في سوق المال للحصول على النقود ، وبالتالي يتيح فرصة أكبر لتسهيل دفع الزكاة وتيسير عملية التكافل الاجتماعي .

4- القضاء على التخلف وتحقيق النمو الاقتصادي :

يسعى الإسلام من خلال تشديده على ضرورة الاستثمار إلى القضاء على التخلف عن ركب الحضارة للأمم المتقدمة ولتحقيق النمو الاقتصادي

وفق ما يتماشى مع مقاصد الشريعة الإسلامية ويمكن لتحقيق ذلك استنباط الطرق التالية :

أ) ضرورة الاستغلال الأمثل للموارد.

ب) اعتبار الأنشطة الاقتصادية الضرورية للمجتمع فرض كفاية يجب القيام بها لحاجة المجتمع إليها .

ت) صيغ التمويل الشرعية التي تكفل مشاركة رأس المال في أي نشاط إنتاجي .

ث) وجوب توجيه المدخرات نحو الاستثمار المشروع وتحريم الاكتناز

ج) ضمان حد الكفاية للفرد،وضرورة توفير مشروعات البنية الأساسية بما يحقق تنمية العنصر البشري الذي يعد أساس التنمية .

د) تحقيق الرفاهية الشاملة للفرد والمجتمع،وهذا مطلب شرعي للمؤمن بطلب السعادة في الدارين الدنيا والآخرة ويتخذ لذلك الأسباب اللازمة.

ويراعي المسلم لبلوغ ذلك في استثماراته مايلي:

1- وجوب مراعاة أحكام الشريعة الإسلامية بالاعتبار في منهج الاستثمار، فهناك في موضوع الاستثمار التزام عقائدي،ومنهاج عملي،وسلوك أخلاقي.

2- حصر الاستثمار في السلع الحلال واجتناب الأنشطة المحرمة وبهذا يفترق الاقتصاد الإسلامي عن الاقتصاد التقليدي حيث يجعل المعيار في نجاح الاستثمار هو تعظيم الربح واستمراريته،وليس الحل أو الحرمة[1]

3- مراعاة الأولويات في إدارة النشاط الاقتصادي، فمشاريع الأساسيات الضرورية للمجتمع مقدمة على المشاريع الترفيهية والكماليات .

4- تحقيق فرص العمل لأفراد المجتمع،ومنع البطالة بما يباعد بينهم وبين العوز ،ويوفر لهم الأمن والاطمئنان ، ولئن كان هذا الأمر من اهتمامات الاقتصاد الوضعي أيضاً إلا أنَّ الاهتمام به في الاستثمار الإسلامي يعتبر من التعاون على البر والتقوى وفيه حفظ لكرامة الإنسان لكيلا يضطر العاطل عن العمل إلى المسألة

5- أداء حق الله في المال المستثمر،بالزكاة،والصدقات،انطلاقا من أنَّ المال لله،والناس مستخلفون فيه .

المبحث الثالث

الحكم التكليفي للاستثمار

يعتبر الاستثمار بشتى أساليبه من بيع أو إجارة أو مشاركة ونحو ذلك من النشاطات التي تتطلبها حياة المجتمعات.

وللفقهاء آراء في بيان الحكم التكليفي للاستثمار بيانها فيما يلي:

الرأي الأول:

" ذهب جمهور الفقهاء إلى أنَّ تنمية المال، ولو كان كثيرًا وفيرًا يسد حاجة الإنسان ويزيد بأنَّ حكمه الإباحة وهذا يعني: التخيير بين الفعل والترك .

الرأي الثاني :

ذهب آخرون إلى أنَّ حكم الاستثمار الندب وهذا يعني:الطلب على غير وجه الإلزام،وإنما لمجرد تحصيل الأجر،وتحقيق الرغائب ،وليس لدرء الوزر ولأن دوام الإنفاق لا يحصل إلا باستثمار أصل المال"[120].

ومحصلة القول لفقهاء الرأي الأول والثاني الذين قالوا بالإباحة، أوالندب، فإنهم لايرون وجوب الاستثمار إلا لدى حاجة الإنسان لإعالة الإنسان نفسه لكيلا يسأل الناس، وكذلك لإعالة من تجب عليه نفقتهم،لأنَّ تضييع الشخص من يعولهم هو من حالات الإثم [121]، لقوله ﷺ" كفي بالمرء إثماً أن يضيع من يقوت" [122]

الرأي الثالث :

ذهب فقهاء معاصرون [123] إلى وجوب الاستثمار مطلقاً مستنبطين ذلك من قوله تعالى: ﴿والذين يكنزون الذهب والفضة ولا ينفقونها في سبيل الله فبشرهم بعذاب أليم﴾التوبة،34

فقالوابأن هذه الآية دليل على وجوب الاستثمار، لأنَّ إيتاء الزكاة مرهون ببقاء الاستثمار فالمال الذي لا يستثمر يتآكل ويزول، وقالوا أنَّ إيجاب الاستثمار أنجع وسيلة لديمومة هذه الفريضة في الواقع، ولأن مآل الاستنكاف والامتناع عن الاستثمار يضر بمصارف الزكاة مما يترتب عليه إضرار بالمجتمع، وبالتالي فليس حكم الاستثمار عندهم هو الندب أو الإباحة وإنما الوجوب اعتداداً بما يؤول إليه ذلك الحكم وما يحققه من

مقاصد الشريعة في دوام تنمية المال وديمومة تداوله وتحقيق الرفاهية للفرد والمجتمع.وأن المجتمع الذي يرى أن الاستثمار واجب لايمكن أن ينقطع فيه حبل الزكوات الذي يتأتى غالباً من استثمار المال الزائد عن الحاجات الضرورية .

واستدلوا أيضاً بقوله ﷺ " من باع داراً أو عقاراً،فلم يجعل ثمنها في مثله كان قميناً أن لا يبارك له فيه "[124] وقالوا هذا يدلُّ على الوجوب،لأنَّه لاعقاب شرعاً إلا على ترك واجب، ولأنحجب المال وتعطيله عن أوجه الاستثمار يؤدي إلى إخراج المال عن وظيفته الأساسية كما قالوا لا يشترط لوجوب الاستثمار أن يكون عند المرء أموال طائلة وإنما يكفي أن يكون عند المرء أصل زائد على استهلاكه ولستدلوا بحديث رجل من الأنصار أتى النبي ﷺ يسأله فقال : أما في بيتك شيء ؟ قال بلى، حلسٌ نلبس بعضه، ونبسط بعضه، وقعبٌ نشرب فيه من الماء، قال ائتني بهما، فأتاه بهما، فأخذهما رسول الله ﷺ بيده وقال : من يشتري هذين؟ فقال رجل: أناآخذهما بدرهمين، فأعطاهما إياه، وأخذ الدرهمين، وأعطاهما الأنصاري، وقال اشتر بأحدهما طعاماً فانبذه إلى أهلك، واشتر بالآخر قدوماً فأتني به، فأتاه به، فشدَّ فيه رسول الله ﷺعوداً بيده، ثمَّ قال له : اذهب، فاحتطب، وبع، ولا أرينَّك خمسة عشر يوماً، فذهب الرجل يحتطب، ويبيع، فجاء وقد أصاب عشرة دراهم، فاشترى ببعضها ثوباً، وببعضها طعاماً، فقال رسول الله ﷺ : هذا خير لك من أن تجيء المسألة نكتة في وجهك يوم القيامة، إنَّ المسألة لا تصح إلا لثلاثة : لذي فقر مدقع،أو لذي غرم مفظع،أو لذي دم موجع" [125]، وقالوا في هذا الحديث تحميل للحاكم مسؤولية تفقد أحوال الرعية للتحقق من مــدى قيامهم بواجب استثمار أمــوالهم بحيث يزجر المتقاعس،ويرشد مَنْ عنده مال إلى من يعينه على استثمار ما عنده بمضاربة،أو مشاركة .

واستدلوا على وجوب الاستثمار أيضا بقوله ﷺ "من ولي يتيماً له مال،فليتجر له، ولا يتركه حتى تأكله الصدقة"[126] فقوله ﷺ فليتجر قالوا: اللام للأمر وتفيد الوجوب مالم تكن هناك قرينة مانعة من إرادة ذلك ،وقالوا أن الحديث يدلُّ على أن العزوف عن استثمار مال اليتيم يؤدي إلى

فنائه وزواله، ويلحق الضرر باليتيم عندما يكبر،قالوا ويقاس على مال اليتيم كل مال مطلقاً بجامع تعرض كل مال للتآكل إذا لم يستثمر أو ينمَّ .[127]

ولأنَّ فريضة الزكاة مرهون بوجوب الاستثمار.

واستدلوا بحديث عمربن الخطاب ﷺ قال: قال رسول الله ﷺ:"من أحيا أرضاً ميتة فهي له،وليس لمحتجر حقّ بعد ثلاث سنين" [128] وبفعل عمرﷺ لما رأى بلالاً بن الحارث الذي أقطعه الرسولﷺ العقيق ولم يقم باستثمارها قال له عمرﷺ: " إنَّ رسول الله ﷺ لم يقطعك هذه الأرض لتحجزها على الناس، وإنما أقطعك لتعمل،فخذ منها ما قدرت على عمارته،وردَّ الباقي" [129]. فالشاهد في هذا لو لم يكن الاستثمار واجباً لما كان له لينتزع ملكية الأرض الموات من صاحبها المستنكف عن استثمارها .

وخلاصة القول :

إنَّ القول بالوجوب أوجه وأقرب لمقاصد الشريعة لما فيه من تلبية احتياجات المجتمع،والحفاظ على عزة الأمة، ولاسيما على ضوء التطور العالمي المعاصر في شتى الميادين الاقتصادية وغيرها مما يستوجب استنهاض جميع القوى المالية والإنتاجية والبشرية لتحافظ الأمة على عزتها وكرامتها،لأنَّه لا مكانة كريمة لأمةٍ متخلفةٍ في اقتصادها في عالمنا المعاصر، وبدهي أنَّ تعطيل المال عن أوجه الاستثمار ينتج عنه فقر صاحبه،وفقر المجتمع الذي يعيش فيه،وأن نفع الاستثمار يعود على الفرد والمجتمع،وفي استدامة تنمية وديمومة المال صلاح للمال الذي استخلفنا الله فيه،وصلاح لأحوال المجتمع.

المبحث الرابع

القواعد الحاكمة في الاستثمار الإسلامي

أولاً ــ النقود لا تنتج النقود ولا تؤتي ربحاً مشروعاً مالم تقترن بنشاط اقتصادي كتجارة،أو إجارة،أو مضاربة،أو خدمة، أو شركة،أو بيع، أو أي عقد استثماري بضوابط شرعية .

التوضيح :

لقد اعتبر الإسلام النقود مقياساً لتقييم السلع والخدمات[130]،وأنها لا تؤتي ربحاً مشروعاً مالم تقترن بنشاط اقتصادي كبيع أوإجارة أوخدمة أومشاركة أوأي عقد استثماري بضوابط شرعية،واعتبر إقراض النقود واشتراط أخذ زيادة عليهاهيالربا المحرم،وتسميته المعاصرة "الفائدة " وهي مأخوذة من الكلمة الإنكليزية (Interest)

ولقد أعلن الله الحرب على المتعاملين بالربا بصريح قوله تعالى ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ ۞ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تبتم فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لاَ تَظْلِمُونَ ولا تظلمون﴾سورة البقرة،278 – 279وبصريح قوله ﷺ (لعن الله آكل الرباومؤكله وكاتبه وشاهديه وقال هم سواء) [(2)] وقوله ﷺ (درهم ربا يأكله الرجل وهو يعلم أشد عند الله من ستة وثلاثين زنية) [(3)]

لذلك كانطريق تنمية النقود بأن تقترن بنشاط اقتصادي وبعقود مستقرة لاتسمح بربا الديون ، وهذا مانصَّت عليه هيئة المعايير الشرعية في الفقرة (أ) من الحكمة التشريعية(إن النقود لا تنمَّى إلا بإضافة العمل إليها، ولا تجوز إجارتها ممن ينميها لأنَّ ذلك يؤدي إلى ربا الديون) [131].

ثانياً ــالعائد الربحي يخضع للقاعدة الفقهية " الغُنم بالغرم " " الخراج بالضمان "

التوضيح : معنى الخراج: هو النماء والربح والعائد كنتيجةٍ للاستثمار، ويقابل العائد الضمان وهو تحمُّل ما يترتب على النشاط المستثمر فيه من خسارة أو تلف،أو استهلاك أو هلاك فلا يجوز في الشركة – على سبيل المثال – أن يشترط الشريك الحصول على عائد دون أن يشارك في الخسارة،كما لا يجوز في الإجارة الحصول على الأجرة مع اشتراط ألا

يتحمّل المؤجر الصيانة الأساسية أو الاستهلاك،أو التلف للعين المؤجرة،وهكذا فإنَّ الضمان يكون وفق ما يناسب مقتضيات كل عقد،ودليله من السنّة " قضى رسول الله ﷺ"أن الخراج بالضمان ونهى عن ربح مالم يضمن "[132]ومن الحديث استنبط الفقهــاء القــاعدة الفقهية " الغنم بالغرم" [133] .

وهذا خلاف القروض على أساس الفائدة الربوية حيث يكون رأس مال المقرض مضمون، والفائدة مضمونة، والفائدة محددة مسبقاً على رأس المال، وهذا يعني حصول خراج أي عائد دون مشاركة في خسارة،وعليه يكون العائد غير جائز،ولايحلُّ أخذه .

ثالثاً ــتحاشي الربا في جميع المعاملات .

وأبرز أنواع الربا الشائعة هي القروض بفائدة سواء كانت القروض للأغراض العقارية أو التجارية،أو الصناعية،أو الزراعية،أو للاستهلاك الشخصي،وتتلخص بأنّها إقراض نقود مع اشتراط زيادة حتمية سواء نجحت التنمية الاقتصادية المكافئة،أم لا لذلك أنكر الله تعالى على الذين لا يفرقون بين الربا،وبين البيوع والتجارات ،فقال سبحانه﴿الذين يأكلون الربا لا يقومون إلا كما يقوم الذي يتخبطه الشيطان من المس ذلك بأنّهم قالوا إنّما البيع مثل الربا،وأحلَّ الله البيعوحرّم الربا﴾(سورة البقرة،275) .

أما تعريف الربا: فهو بيع الأثمان ببعضها بالأجل ،أو بيعها بزيادة إذا كانت من جنس واحد، أوبيع الأقوات ببعضها بالأجل،أو بيعها بزيادة إذا كانت من جنس واحد[133].

وعلّة التحريم في الربا عند الحنفية والحنابلة : الكيل فيما يكال ،والوزن فيما يوزن، وعند المالكية والشافعية: علّة الربا في الذهب والفضة والنقود :الثمنية،وأما علة الربا فيالمطعومات هي عند المالكية : الاقتيات والادخار،وعند الشافعية:هي المطعومات،ولا يشترط عندهم أن تكون مما يقتات ويدخر[134] .

رابعاً ــ الاستثمار يكون في المجالات المشروعة،ولا يجوز أن يكون في النشاطات المحرمة .

التوضيح :

كل مانصَّت الشريعة على تحريمه فلا يجوز التعامل به كالاحتكار، والقمار، والزنى والربا،والخمور، والملاهي المحرمة والنشاطات المتعلقة بها وغير ذلك من المحرمات المعلومة في الشريعة ولو كانت أرباحها عالية . قال الله تعالى ﴿ قل أرأيتم ما أنزل الله لكم من رزق فجعلتم منه حراماً وحلالاً،قل آلله أذن لكم أم على الله تفترون﴾(سورة يونس،59)تبين الآية أنَّ كلَّ ما خلقه الله من خيرات في هذه الأرض خلقه من أجل الإنسان،فلا يجوز له أن يجعل حصوله على الرزق وفق هواه بطرق نهى الله عن سلوكها[135]

وفي هذا بيان لمن يرى أحياناً أنَّ عائد الربا يساوي عائد البيع،فعليه ألا ينخدع بعبارة أنَّ النتيجة واحدة من حيث العائد،لأنَّ الحاكم في عقيدة المؤمن،التزام ما شرع الله تعالى فالله سبحانه وتعالى يقول :﴿ وأحلَّ الله البيع وحرَّم الربا ﴾(سورة البقرة،275)

فليست العبرة بكون العائد متساو- فيما لو صادف ذلك - إذ يجب أن تكــون الوسيلة

خامساً ـ الالتزام بالعقود السليمة وتحاشي كل ما يفسد العقد شرعاً ،أو يبطله .

التوضيح :

تكون العقود باطلة أو فاسدة إذا احتوت شروطاً تتنافي مع مقتضاها،أو إذا أغفلت توضيح أمور أساسية في العقد من شأن الجهالة فيها أن تفضي إلى نزاع،كما يجب ألا تكون العقود مبنية على تدليس أو غش،أو غرر، والغرر : هوالدخول في عقد لاتعرف عاقبته أيكون،أم لا يكون! فقد" نهى رسول الله ﷺ عن بيع الغرر " [136]

وأمثلة ذلك:

تعليق البيع على أمر مستقبلي لا يُعرَفُ إنْ كان سيتمُّ العقد أم لا، أوأن تكون هناك جهالة بذات المبيع،أو بجنسه، أو بنوعه، أو بصفته، أو بمقداره، أو بأجله،أو بعدم القدرة على تسليمه،ففي هذه الأحوال ونحوها يؤثر الغرر في العقد ويجعله باطلاً.[137]

هذه الضوابط الشرعية التي سبق عرضها هي التي تميز الاستثمار الإسلاميعن الاستثمارات التقليدية المنتشرة في العالم .

والجدير بالذكر في هذا الصدد أنَّ الأمة الإسلامية عاشت حوالي أربعة عشر قرناً لاتعرف التعامل بالفائدة كنظام ربوي ،وذلكم لأنَّ من مسلمات عقيدة المسلمين حرمة الربا، ولم يجر التعامل وفق نظام الفائدة في بلاد المسلمين إلا عندما دخل هذا النظام أقطار المسلمين مع جيوش الاحتلال الأوربي، ومع سيطرة النفوذ الاقتصادي والمالي للدول الأجنبية في القرن العشرين على دول المسلمين . وإنما يعتمد الاستثمار الإسلامي على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة وتحاشي المحظورات الشرعية في التعاملات،وبذلك تكون الأرباح الحاصلة متكافئة مع الدور الفعلي الذي أداه المال في التنمية الاقتصادية،بخلاف نظام الفائدة الذي يعتبر زيادة حتمية على رأسالمال سواء نجحت التنمية الاقتصادية المكافئة،أم أخفقتمما يجعلها ورماً خبيثا في الأموال يسهم فيما يسمىبالتآكل النقدي –أي تضاؤل القيمة الشرائية للنقد مع الزمن القادم– لذلك تعتبر الفائدة ورماً خبيثاً لايمكن معالجته إلا باستئصال نظام الفائدة في جميع المعاملات .

ومن هنا فإنَّ الاستثمار الإسلامي بأخذه بمبدأ الخراج بالضمان وتحاشي الربا والمحرمات يكفل النهوض الحقيقي بالاقتصاد ومواجهة الأزمات بصلابة،ويتوافق مع عقيدة الأمة،ويعتبر النظام الاقتصادي الأمثل المنقذ للبشرية .

إنَّ وجود معيار الحلال والحرام ينبع من مقاصد وأهداف الشريعة الإسلامية التي جاءت لإصلاح حياة الفرد والمجتمع وتحقيق السعادة له في حياته وسلامة مصيره في الحياة الآخرة .

والأهداف العليا للشريعة الإسلامية تتمثل في حفظ أمور أساسية خمسة هي: الحفاظ على الدين، والنفس، والعقل، والنسل، والمال،ولقد اشتملت الشريعة على معايير مستنبطة من القرآن والسنة تحل له الطيبات،وتحرم عليهم الخبائث ، ولا يكون الاستثمار في الصناديق الاستثمارية إسلامياً ماليلتزم بقاعدتي الحلال والحرام . وبما أن دائرة المحرمات في الشريعة ضيقة، ودائرة الحلال هي الأساس، فإنه لمعرفة مجالات الاستثمار

المشروعة تكفي الإشارة إلى المجالات المحرمة ليبقى كل ما هو خارج عن هذا الإطار المحرم في دائرة الحلال أو العفو، كما جاء في قوله ﷺ : « ماأحلَّ الله تعالى في كتابه فهو حلال،وما حرَّم فهو حرام وما سكتعنه فهو عفو، فاقبلوا من الله عافيته،فإنَّ الله لم يكن لينسى شيئاً [138].

ومن الجدير بالبيان أن إثم الحرام لا يقتصر على فاعله المباشر وحده، بل يشمل كل من شارك فيه بجهد مادي أو معنوي.

ولـذلك يحـرم كل نشاط استثماري في مـراحل الإنتاج أو التسويق أوالاستهلاك يساهم بطريق مباشر أو غير مباشر في إنتاج وتسويق واستهلاك المحرم، لأنَّ كلَّ إعانةٍ على الحرام فهي محرَّمة لقوله تعالى: ﴿وَلاَتَعَاوَنُوا عَلَى الإِثْمِوَالعُدْوَانِ﴾.سورة المائدة،2

كما أنه لا جدوى من التحايل بتسمية الشيء بغير اسمه كتسمية الخمر بالمشروبات الروحية مع بقاء حقيقته،والحرام هو الحرام مهما حسنت نية فاعله،فقد يرتفع عنه الإثم عند الضرورة أو الخطأ،لكن المنع من التصرف يبقى قائمًا، إذ لابد من سلامة الغاية،وطهارة الوسيلة.

ويمكن هنا بيان الأنشطة الاستثمارية المحرمة فيما يلي :

- التعامل الربوي، كالإنشاء أو الإسهام في المصارف المتعاملة بالربا إقراضًا، أو اقتراضًا بالفائدة وذلك بإيداع الأموال لديها، أو اقتراضها منها، أو التوظيف المالي في السندات، أو صرف العملات بالأجل.
- التأمين التقليدي،وإعادة التأمين التقليدي.
- التعامل بالمسكرات صناعة،أو تداولاً، أو تناولاً.
- التعامل بالمخدرات صناعة،أو تداولاً، أو تناولاً.
- القمار، وإن اتخذ مسميات أخرى، كاليانصيب والمراهنات الرياضية أو تقمص أغراض خيرية وإنسانية ويشمل ذلك تنظيم أماكن للقمار، أو تأجير مبان لذلك.
- الخنزير والذبائح المحرمة ،والميتة.
- البغاء، والملاهي، والمراقص وما يتعلق بها من أفلام، أو مجلات ،أو قنوات فضائية ونحوها.

- صناعة التماثيل،أو الأدوات المعبرة عن الديانات المختلفة، أو المحرفة.
- التعامل وفق صور ممنوعة في البيع والعقود الأخرى، باشتمالها على الجهالة أو الغرر أو الربا أو الشروط الفاسدة [139] .

الفصل الثاني

الصناديق الاستثمارية أهميتها ومزاياها وجوانبها التنظيمية

ويشتمل على أربعة مباحث في بيان كل من :

المبحث الأول: تعريف الصناديق الاستثمارية ونبذة تاريخية عنها.

المبحث الثاني: مبررات ظهورها، وأهميتها في المنظور الإسلامي الاقتصادي

المبحث الثالث: مزايا الاستثمار في الصناديق ومشتقاتها والخصائص العامة لها.

المبحث الرابع: الجوانب التنظيمية للصناديق،ودور الحماية القانونية لها .

المبحث الأول

الصناديق الاستثمارية

ماهيتها ــ تعريفها ــ تاريخها

تمهيد

تعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات على الساحة الاقتصادية المعاصرة،وما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بينأسواق العالم،ماهو إلا شاهد على أهمية هذه الصناديق .

إنَّ صناديق الاستثمار مهمة للمسلمين اليوم فهي يمكن أن تكون أداةووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول ذات الفائض المالي إلى دول العجز المالي،وأن تكون توطئة لأسلمة البنوك،وجزءاً من برامج لتوطيد دعائمالعمل المصرفي اللاربوي في أي بلد من بلاد المسلمين. وفي دول الخليج تسوق البنوك والمؤسسات الاستثمارية ما يزيد عن مائتي صندوق استثماري أكبرها جميعاً وأكثرها ربحا هي الصناديق الإسلامية.

لــذا يجدر ابتداءً التعريف بالصناديق، وتقديم نبذة تاريخية عنها، وتوضيح مبررات ظهورها، وأهميتها، ومشتقات الصناديق، وإليك بيان ذلك فيما يلي:

أولاً : تعريف الصناديق :

أ) تعريف الصناديق الاستثمارية في اليابان :

الصناديق الاستثمارية هي نظام يسمح للمستثمرين من أفراد وشركات للاشتراك سويا في برنامج استثماري يدار من قبل مستشاري استثمار متخصصين لتحقيق أعلى نسبة ممكنة من العوائد وبأقل درجة ممكنة من المخاطر" [140]

ب) تعريف الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية:

" الصناديق الاستثمارية هي شركة تقوم بالاستثمارات نيابة عن الأفراد والمؤسسات ذات الأهداف المالية المتجانسة "[141]

ج) تعريف مؤسسة النقد السعودية لصناديق الاستثمار:

الصندوق الاستثماري "هو برنامج استثمار مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في نتائج أعمال البرنامج ، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة " [142].

وفي واقع التعاملات لدى المؤسسات المالية يمكن توضيح مفهوم ونشاطات صناديق الاستثمار بأنهاأوعية تجتمع فيها المدخرات الصغيرة لتكوّنحجماً من الأموال يمكن أن يستفيد من ميزات التنويع والذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار.

وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار (Investment Company)تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه.

وتقوم هذه الصناديق بجمعالاشتراكات عن طريق إصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة عند الإصدار شبيهةبالأسهم[143].

ويكون لصندوق الاستثمار ذمة مالية مستقلة (شخصية اعتبارية) [144] حيث يهدف إلى تجميع الأموال واستثمارها في مجالات محددة، وتدير الصندوق شركة استثمار تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية،وذلك من خلال قيـــــام جهة تسمى(الكفيل *SPONSOR*) بشراء تشكيلة من الأوراق

المالية (السندات غالبا)،أما بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامي فتكون السندات لعمليات التأجير أو المرابحات أو الاستصناع الموازي أو السلم الموازي وغيرها،وهذه العمليات تقوم بها جهة الإصدار ثمَّ تقوم جهة أخرى اسمها (الأمين *TRUSTEE*) فتتولى إصدار شهادات مع الجهة التي تتعهد بتغطية الإصدار، كما تقوم جهة أخرى بالاسترداد والتعهد بإعادة الشراء، كما أنَّ ثمة جهة أخرى تقوم بالتسويق لشهادات الإصدار[145]، وسيأتي توضيح ذلك في المبحث الرابع من هذا الفصل وعنوانه "الجوانب التنظيمية للصناديق" وبما أنَّ الصندوق من متطلباته قيام جهات مختلفة،لذلك فإنَّ الشكل القانوني لتلك الجهات المختلفة يسمى اتحاداً،ولا يسمى شركة،ويسمى ما يباع للمستثمر من حصة في الصندوق (وحدة *UNIT*) وليس سهماعاديا كما هو الحال في أسهم السندات التي تصدرها منشأة معينة،والسبب في قيام مفهوم الوحدات لأنَّ المستثمرين الذين يملكون مدخرات محدودة وجدوا أنَّ الاستثمار في أسهم سندات تصدرها منشأة معينة مردودها ضئيل،ولدى ظهور الصناديق التي تقوم على التنويع في الاستثمارات كانت الحماية لديها ضد تقلبات القيمة السوقية ضئيلة،ومن هنا صار المستثمرون يفضلون الاكتتاب في وحدات الصناديق الاستثمارية لأنَّ أنشطتها متعددة وأرباحها أكثر [146]

والجدير بالتنويه بأنَّ هناك العديد من صناديق الاستثمار التي تديرها شركات استثمار عالمية معروفة مثل*Putnam*و*Vanguard*و *Merrill Lynch*و*idelity* وغيرها منذ عقود عديدة وانتقلت إلى دول الخليج قبل بضع سنوات،وتدير الصناديق الاستثمارية البنوك المحلية أو شركات الاستثمار بالتعاون مع مستشاريي استثمار دوليين متخصصين في الأسواق المالية العالمية،وتقوم الشركات الاستثمارية الكبيرة عادة بإصدار نشرات دورية توضح أداء الصناديق التي تديرها والتوقعات المحتملة لتحركات الأسواق المالية

ويقوم نظام الصندوق الاستثماري سواء كان تأسيسه كصندوق مستقل بذاته،أو كصندوق فرعي ينتمي إلى صندوق رئيسي،فإنّه يعتبركأنّه شركة استثمـــار مستقلة بـــذاتها ولقد لاقت تجـــربة الصناديق الاستثمارية إقبالاً

منقطع النظير وذلك لأنَّ الصندوق هو مجمــوع لم والمجموع أموال أعداد كثيرة من المستثمرين يؤدي إلى توافر رأس مال جماعي كبير يساعد على تنويع مجالات الاستثمار، والتوزيـــع الجغرافي الواسع، وتقليل المخاطر، وأثبت هذا الأسلوب من الاستثمار تحقيق ربحية أعلى،وأمان أفضل .

أضف إلى ذلك أنَّ الحكومات وجدت أن نشاطات الصناديق الاستثمارية ذات فوائد اقتصادية على صعيد الناتج القومي،لذلك وضعت تقنينات للصناديق تجعل هذا النشاط يخضع لتعليمات ورقابة البنك المركزي،فضلاً عما تتمتع به الصناديق بأنَّ أسسها التي قامت عليها،والرقابة التي تخضع لها تستوجب التنظيم الدقيق،وتوزع المسؤوليات على جهات متناسقة ومتعددة من شأنها أن تكفل سير عملية الاستثمار وفق خطة استثمارية لايستطيع مزاولة الاستثمار فيها إلا الخبراء والمتخصصون [147].

مما سبق ومن واقع الحال لدى المؤسسات المالية يمكن استخلاص تعريف الصناديق الاستثمارية الإسلامية بمايلي :

د) تعريف الصندوق الاستثماري الإسلامي :

هو وعاء مالي تكونه مؤسسة مالية متخصصة،وللصندوق ذمة مالية مستقلة يهدف إلى تجميع الأموال لتقوم بإدارته شركة استثمار متخصصة للاستثمار في مجالات متنوعة تتمثل بصكوك الإجارة، والمرابحات، والاستصناع الموازي، والسلم الموازي، والمزارعة وغيرها من النشاطات المشروعة تهدف إلى تحقيق أرباح عالية من خلال التنويع والتوزيع الجغرافي لتقليل المخاطر وتحقيق عائد مجز.

ثانياً : نبذه تاريخية عن الصناديق [148]:

مرت صناديق الاستثمار في مراحل عديدة حتى وصلت إلى ما هيعليه الآن فقد ظهر أول صندوق استثماري في العالم في هولندا عام 1822م ، ولقد كان أول نشأة لصناديق الاستثمار في بريطانيا سنة 1860م،وعرفت آنذاك بصناديق الأسهم والسندات إلا أنالبداية الحقيقية للصناديق بمفاهيمها الحالية بدأت في الولايات المتحدة عام 1924معند إنشاء أول صندوق فيها يحمل اسم*MasahotesInvestmentTrust*الذي

اتخذ بوسطن مقراً له، وتأسس كوسيلة استثمارية لمجموعة الأساتذة بجامعة هارفارد،وقد بلغت أصول الصندوق حتى عام 1995 م أكثر من بليوني[149] دولار أمريكي، وتنامى حجم الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية فوصل إلى أكثر من اثنين ونصف تريليون دولار أمريكي[150]، وزاد عدد الصناديق الاستثمارية على 5000 صندوق استثماري. أما في دول الخليج فقد كان أول صندوق استثماري في السعودية وقام به البنك الأهلي التجاري في عام 1979م، وكان صندوقاً استثمارياً قصير الأجل بالدولار الأمريكي، ولم يكن وفق الضوابط الشرعية،لأنَّ البنك آنذاك كان ربوياً،يتعامل وفق نظام الفائدة ولكنه قد تحول الآن إلى مصرف إسلامي ، ثم تطور الوضع في السنوات العشر الأخيرة حتى بلغت الصناديق الاستثمارية في نهاية عام 1998م. في السعودية فقط مائة وأربعة عشر صندوقاً استثمارياً، ومبالغ الاستثمار فيها أكثر من أربعة وعشرين بليون ريال، وعدد المستثمرين فيها يزيد عن سبعين ألف مستثمر، ثمَّ تنامت الصناديق الاستثمارية بشكل مضطرد حتى بلغت إصدارات الصناديق الاستثمارية الإسلامية في منطقة الخليج ،وبعض الدول العربية حتى الربع الأول لعام 2006م، أربعة عشر مليار دولار ،وبلغ متوسط النمو فيها في دول الخليج فقط حوالي خمسة وأربعين في المائة سنوياً منذ عام 2001 حتى عام 2005.

المبحث الثاني

مبررات ظهور الصناديق الاستثمارية وأهميتها

أ) مبررات ظهور الصناديق الاستثمارية [151] :

إنَّ فكرة ظهور الصناديقالاستثمارية الإسلامية وانتشارها ونموها نابع من نفس الفكرة التي أدت لظهور المصرف الإسلامي،إلا أنَّ الصندوق يعتمد في استثماراته لأموال الآخرين بأنَّ ميزانيته مستقلة تماماً عن ميزانية المصرف لأن الصناديق غير مضمونة على المصرف، وما عدا ذلك فإنَّ فلسفة تأسيس كلٌ منهما واحدة ،لأنَّ العلاقات التعاقدية بين أطراف هذه الصناديق تعتمد على علاقة الصندوق بأرباب الأموال بعقود المضاربة،أو الوكالة بالاستثمار وفق الضوابط والأحكام الشرعية، وبذلك كان للبنوك الإسلامية فضل الريادة في توطيد هذا الاتجاه، وذلك على خلاف البنوك التقليدية التي تقوم عادةً على أساس الفائدة سواء في حـــالة الاقتراض، أوالإقراض، وبـــذلك غيَّرت البنـــوك الإسلامية مسيرة الوساطة المالية القائمة على نظام الفائدة الربوية لتقوم على أساس عقد المضاربة أوالوكالة بالاستثمار، وبالتالي لا ينطبق على المصرف الإسلامي وصف المقترض من أرباب الأموال، ولا توجد علاقة مديونية بين المصرف ومصادر أمواله، بل يجعل المصرف فيمكان مدير الأموال، ويتولد دخل المصرف بصفة أساسية من قدرته على إدارة هذه الأموال، وتوجيهها نحو أفضل أنواع الاستخدامات، من حيث الربح،والمخاطرة. وبذلك يكون مشاركاً معأصحاب الحسابات الاستثمارية،ولا يكون أحد الطرفين له زيادة حتمية في كل الأحوال، ومعروف وفق القوانين السائدة أن هذا الأسلوب من الاستثمارفي الصناديق تكون فيه أموالالصندوق خارجنطاق ميزانية البنك المصدر للصكوك ،لأنها غير مضمونة على البنك ،ثمَّ إنَّ إنشاء بنك إسلاميفي بلد اليوم يحتاج إلى سن قانون جديد إذا لم يكن للقانون موجوداً أو إصدار قانونخاص، وهذا أمر يخضع لإجراءات قانونية ودراسات الجهات المتعددة ليتسنى الحصول على الموافقات النهائية ومن ثم صدور القانون، وقد لاتتم الموافقة عليه لطبيعته المختلفة عن النظام المالي العام في الدولة ، ولحاجته إلى أنظمة ومؤسسات مرافقة غير متوفرة، إلا أنَّ

إنشاء صندوق استثماري هو أمر أيسر بكثير في ظلالقوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم ، لأن تلك القوانين صدرت بناءً على أنَّ الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية، ولما كان هدف المجتمعات الإسلامية هو فيالنهاية رفع بلوى الربا عن مجتمعاتها، فبأي وسيلة تحقق الهدف فهذا أمر حسن،وإنجاز لايستهان به،ومن هنا صارت الصناديق الاستثمارية بالغة الأهمية من المنظور الإسلامي في مرحلةالتطور الاقتصادي المعاصر.

ب) بيان أهمية الصناديق الاستثمارية من المنظور الإسلامي :

تعتبر صناديق الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارةاستثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية ، وفكرة هذهالصناديق تتلخص في قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتهابواسطة مؤسسات مالية لتحقيق المزايا التي لا يمكن لهم تحقيقها منفردين .

ومن هنا برزت أهمية هذه الصناديق الاستثمارية لكونها توفر لملايين المدخرين الفرصة الأفضل،وتصدر غالبية صناديق الاستثمار تقارير نصف سنوية ونهائية حول نشاطاتها وتشتمل على عدد من الحسابات المختلفة لمساعدة المستثمر فيتقييم استثماره وإعطائه فكرة عن أداء الصندوق ، ولقد اكتسبت الصناديق الاستثمارية الإسلامية أهميتها من خلال عدة أمور يمكن إيجازها فيما يلي[152]:

1) البنوك الإسلامية نمت وتزايد عددها في أقل من ثلاثة عقود حتى بلغت ما يزيد عن المائتين لعام 2006،ولكن لو نظرنا إلى القطاعات المصرفية في بلاد المسلمينلوجدناها تتكون من آلاف البنوك التي تعمل بالفائدة ، ولذلك فان أي مشروع يستهدف رفعبلوى الربا عن المجتمعات المسلمة يجب أن يأخذ باعتباره أنه ما لم يكن لهذه الآلافالمؤلفة من البنوك القائمة على الربا – والتي ترتبط بها مصالح ملايين المسلمين – ما لم يكن هناك ما يشجع البنوك الربوية على التحول إلى الاستثمار الإسلامي فلن تتوجه إلى التحول. ومن هنا كان للصناديق

الاستثمارية أهميةبالغة في هذا المجال لأنها تمثل أول تذوق للبنك الربوي للعمل المصرفي الإسلامييستطيع من خلاله إنشاء صندوق استثمارييمكنه من اختبار حقيقة الادعاء السائد من أنّ المسلميندائماً يفضلون الحلال عن الحرام.

ولممارسة هذه التجربة سيضطر البنك التقليدي التعرف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعياً وهكذا تتضاءل المجافاة التي كانت بينه وبين فكرة العمل المصرفي اللاربوي ،لأنّ الناس أعداء ما جهلوا،وهذا ما حدث فعلاً،فإن كثيراً من البنوك الربوية بدأت بتجربة الصناديق الاستثمارية الإسلامية،وأسفرت عن نتائج إيجابية أسهمت في تنامي قناعة بعض المؤسسات التقليدية للتحول إلى المصرفية والاستثمارات وفق الضوابط الشرعية.

2) تتميز الصناديقالاستثماريةعن النوافذ في البنوك التقليدية أن ميزانية البنك التقليدي الذي له نوافذ إسلامية،ميزانيته مختلطة لتعذر استقلالية ميزانية البنك عن نوافذه الإسلامية ،بخلاف الصناديق الاستثمارية فإنّ لها ميزانية وحسابات مستقلة تماماً عن البنك،وذلك لأنّ القوانين تمنع الاختلاط بين أموال البنك، وأموال الصندوق مع العلم أن الصندوق شركة مالية لا تكادتختلف عن البنك.

3) كما تكتسب الصناديق الاستثمارية أهميتهابسبب قدرتها على نقل الرساميل بين المجتمعات الإسلامية، وأنّ ما حدث فعلاً من انتقال الرساميل بهذه الضخامة التي حدثت لغرض الاستثمار في العقدين الماضيين إنما كان يعزى سببه الأساسي إلى صيغة الاستثمار في الصناديق الاستثمارية. يدل على ذلك إحصاءاتالاستثمارات الأجنبية في دول شرق آسيا والصين حيث قاربت الأربعمائة مليار دولار،وقد جرى استقطابها من ملايينالمستثمرين عن طريق صناديق الاستثمار المتنوعة والمتخصصة.

وليس هذا هو الملفت للنظر بل العجيب أن نجد أموال المسلمين تذهب أولاً إلى مدراء الصناديق في أمريكا وأوروباالتجري إعادة استثمارها في مناطق العالم بما فيها بلاد المسلمين،ولكن بصفة غير مباشرة .

ومن هنا تعتبر الصناديق ذات أهمية بالغة لقدرتها على نقل رؤوس الأموال بين المجتمعات الإسلامية مباشرة،ولئن أثبتت تجربة الصناديق الاستثمارية لدى الدول الغربية نجاحاً ملموساً وارتقت التجربة إلى ما وصلت عليه الآن من ضوابط تحقق للعائد الأكثر والأمان الذي يجذب المستثمرين إلى هذا الأسلوب من الاستثمار،لذا كان حريّاًبالمؤسسات المالية الإسلامية الاهتمام بموضوع اعتماد الاستثمار من خلال الصناديق وتوفير آليةللاستثمار وفق ضوابط شرعية تحقيقاً لمصالح المستثمرين على الشكل الأفضل، وبالتالي حفاظاً على مقصد من مقاصد الشريعة الإسلامية وهو الحفاظ على ثروات الأمة وتنميتها .

ج) الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار

يصف الاقتصاديون رأس المال بأنه جبان، ولذلك يتوجه إلى الأماكن التي يتوفر فيها الأمان وإمكانية تحقيق الأرباح،فالمستثمر دائماً يعيش في حالة ترقب ويبحث عن الفرص التي تنمي هذه الأموال في بيئة مستقرة،وعند عدم توفر المناخ الملائم للاستثمار فإنّه لا يتردد في سحب استثماراته والهروب بها إلى أسواق أخرى،وهذا ما يعرف بهجرة رأس المال،وهو شبيه إلى حد ما بالطيور المهاجرة التي تبحث عن البيئة المناسبة لتكاثرها على مدار فصول السنة الأربعة،وتعاني العديد من الدول النامية والدول العربية والخليجية من هجرة الأموال للخارج وتظهر التوقعات من مصادر اقتصادية مختلفة حجم رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج ما بين350–500 بليون دولار أمريكي أغلبيتها تخص دول الخليج العربي ،هذا إضافة إلى التحويلات من العاملين في دول الخليج إلى بلادهم والتي تمثل مبالغ تصل إلى أكثر من ثلث العائدات من النفط في بعض هذه الدول سنويا .

وقد بدأت بعض البنوك ومؤسسات الاستثمار الخارجية في توجيه منتجات خاصة للمغتربين في الدول الخليجية بغرض التحويل والاستثمار معاً واجتذاب تلك المدخرات، في حين أن البنوك المحلية لم تبذل أي مجهودات في استقطاب وتدوير جزء من تلك التحويلات للمقيمين الراغبين في تلك الخدمات.

وقد تكون صناديق الاستثمار أحد القنوات المناسبة والتي جاءت في الوقت المناسب وذلك لاستقطاب بعض الأموال المستثمرة في الخارج سواء كان ذلك من قبل أفراد وشركات القطاع الخاص من المواطنين أومن المقيمين في دول الخليج،ويمكن إبراز أهمية تلك الصناديق وأوجه الاستفادة منها في أربعة اتجاهات على النحو التالي[153]:

أ- استفادة المستثمرين.

ب- استفادة المصارف وشركات الاستثمار المعتمدة.

ج- استفادة الاقتصاد الوطني

د- تنشيط وتطوير السوق النقدية والمالية.

وتوضيح ذلك فيما يلي[154] :

أ- استفادة المستثمرين من صناديق الاستثمار.

أثبت الاستثمار من خلال الصناديق الاستثمارية كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتشغيل أموال مختلف شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة،وبشكل يحقق طموحاتهم في الحصول على أرباح تفوق ودائع البنوك مع توفير حد أدنى من الحماية لأموالهم من المخاطر الاستثمارية، وذلك لأنَّ القيام بمتطلبات الصندوق يحتاج إلى محترفين متخصصين،وإلى جهات متعددة لتأسيسه وإدارته، وجهة تتعهد بحسن مسيرته،تداولاً، وتخارجاً من بداية تأسيس الصندوق وحتى تصفيته ، وللصندوق ميزانية مستقلة، وأمواله الضخمة لمشاركين قد يزيد عددهم عن عشرات الآلاف، مما يخفض النفقات الإدارية،فتضحي التكلفة ضئيلة بالقياس مع المبالغ المستثمرة،مع توفير الحماية للمستثمر بسبب تعليمات وإشراف الجهات الرقابية التي رأت في الصناديق تنشيطاً كبيراً للاقتصاد الوطني .

و فيما يلي أهم فوائد الصناديق للمستثمرين:

1- توفير إمكانية أكبر للمستثمرين للاستفادة من التنويع الاستثماري والتقليل من مخاطر الاستثمار،إذ تقوم تلك الصناديق بتوزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأدوات الاستثمارية وعدد كبير من المنشآت التي يتم اختيارها وانتقاؤها بشكل فني دقيق.

2- الصناديق أكثر قدرة من المستثمر العادي في انتقاء الاستثمارات المناسبة وتوقيت البيع والشراء وفقاً للظروف المناسبة، وبالتالي فهي قادرة على زيادة العائد على الاستثمار.

3- تؤدي تلك الصناديق إلى تفرغ المستثمرين لأعمالهم اليومية ، وتعفيهم من تحمّل عناء إدارة الاستثمارات.

4- للصناديق القدرة على تجميع المدخرات وتوجيهها نحو فرص استثمارية جيدة،يصعب على الأفراد أو المؤسسات الصغيرة القيام بها، لأنَّ الصناديق بموجب المبالغ الضخمة المدفوعة لديها القدرة على الدخول في مشاريع كبيرة ذات عائد مجز، ولا يستطيع القيام بمتطلبات ذلك إلا خبراء متخصصون،وتنظيم يقوم على أساس توزيع مهام القيام بجوانب الصندوق على جهات متعددة،وكل منها مسؤولة عن عملها،ومراقبة على الجهة الأخرى، وتخضع هذه الجهات لتعليمات،وإشراف الجهات الرقابية وهو البنك المركزي لحماية المستثمرين[1]،وحفاظاً على تنشيط الاقتصاد الوطني .

ب- استفادة البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة من صناديق الاستثمار

بما أنَّ استخراج رخصة لإنشاء صندوق استثماري لا يكون إلا لمؤسسة مالية مقبولة من البنك المركزي وبالتالي فإنَّ قيام البنوك المحلية،وشركات الاستثمار المعتمدة بتأسيس صناديق الاستثمار المختلفة يحقق لها فوائد عديدة تتلخص بما يلي:

1- جذب و تجميع مدخرات الأفراد لديها:

إنَّ البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة،هي موضع ثقة العملاء والمستثمرين، وبتأسيسها لتلك الصناديق فإنها تتيح الفرصة أمام المستثمرين بكافة فئاتهم لتشغيل مدخراتهم التي قد تكون جامدة لعدم إمكانية المستثمر الفرد من استثمارها،ومن ثم يمكن للبنوك وشركات الاستثمار توجيه الأموال المجمعة من المستثمرين إلى الأدوات الاستثمارية المناسبة، وبالتالي تحقيق عوائد مجزية .

2- تمكين البنوك وشركات الاستثمار من الدخول في استثمارات متنوعة ومواكبة لتطورات الاستثمار في المجال المحلي والعالمي ، لأنَّه بموجب

السماح للبنوك وشركات الاستثمار بتأسيس صناديق استثمارية فتح المجال أمامها لاستقطاب أموال المستثمرين،ومكنها من تحصيل مبالغ كبيرة بغرض الاستثمار في فرص استثمارية متنوعة وكبيرة لدرجة تعجز معها قدرة أفراد أو مؤسسات صغيرة عن منافسة الصناديق،ومن هنا استأثرت بفرص كان من نتائجها الأرباح المتميزة التي أسفرت عنها تجربة الصناديق .

3- تحقيق عمولات الاستثمار :

تقوم البنوك عادةً بإدارة تلك الصناديق مقابل عمولات معينة، وقد تكون تلك العمولات محددة،أو في صورة نسبة معينة من إجمالي الأصول،أو نسبة من الأرباح التيتتحقق من استثمارات أموال الصناديق، وخلال السنوات القليلة الماضية أسفر الاستثمار من خلال تلك الصناديق عن تحقيق عوائد جيدة للبنوك.

4- الإعلان والترويج للبنوك ولشركات الاستثمار ولنشاطاتها:

إعلان البنك أو شركات الاستثمار عن تأسيس صندوق معين هو في حد ذاته دعاية وإعلان يخدم سمعة البنك أو الشركة المؤسسة ويروج لنشاطاتها،وبالتالي يعتبر عاملاً مهماً في زيادة الإقبال عليها،ويتيح لها فرصة الجذب والتعامل مع عدد كبير من العملاء بشكل يزيد من نشاطاتها،ويحقق لها عوائد،ومنافع كثيرة.

ج- استفادة الاقتصاد الوطني [155] :

كان لزيادة عدد صناديق الاستثمار وانتشارها في مختلف فروع البنوك الخليجية وشركات الاستثمار وشمول نشاطها مختلف القطاعات الاقتصادية انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الوطني وفيما يلي بيان لأوجه تلك الاستفادة:

1- الصناديق أداة لتحريك الاستثمارات الجامدة:

لأنّ مصدر التمويل لتلك الصناديق في معظمه من مدخرات أفراد القطاع الخاص،والتي قد تكون مجمدة في استثمارات ذات منفعة محدودة للاقتصاد، ولأثبتت تجربة الصناديق دورها الفعالفي تحريك تلك الأموال نحو الاستثمارات المناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية .

2- تساهم صناديق الاستثمار بالعملة المحلية في تنمية السوق المالية المحلية ،وتفعيل دورها لخدمة قطاعات الاقتصاد المختلفة لأنّ تقديم البنوك المحلية لخدمات صناديق الاستثمار لجمهور المستثمرين يقلل من الاعتماد على البنوك وشركات الاستثمار الخارجية التي تقدم نفس الخدمات.

3- تسهم الاستثمارات الخارجية للصناديق في دعم الميزان التجاري للدولة .

4- تساعد الصناديق على تنويع استثمارات القطاع الخاص ، وبالتالي تحقيق عوائد مستقرة على مدخرات ذلك القطاع،والذي يعتبر القاعدة الأساسية لأي اقتصاد [156].

المبحث الثالث

مزايا الاستثمار في الصناديق ومشتقاتها والخصائص العامة لها

أولاً) مزايا الاستثمار في الصناديق :

تعتبر عملية الاستثمار في الصناديق بالشكل المؤسسي المنظم من الأساليب المالية الحديثة التي لاقت رواجًا كبيرًا في العالم كله، وفي الدول العربية والإسلامية بشكل خاص ،فقد تعددت الأساليب والأدوات المحققة لهذا الغرض، وانتشر استخدام مصطلحات مثل صناديق الاستثمار، والمحافظ الاستثمارية، والإصدارات وغيرها .

ولقد نجحت هذه الأدوات المختلفة في استقطاب عدد كبير من المستثمرين مما أدى إلى نمو سريع ومتزايد لها. ويعود سبب انتشار هذه الأدوات المستحدثة إلى قدرتها ونجاحها في مواجهة أكبر التهديدات والتحديات التي تواجه عموم المستثمرين، وبالذات التحدي المتمثل في رغبة هؤلاء المستثمرين تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل نسبة من المخاطر، ومن المتعارف عليه أن تقليل مخاطر الاستثمار يتطلب التنويع في الاستثمار، لأنّه كلّما تنوعت وتعددت مجالات الاستثمار كلما قلت المخاطر، وتأتي القاعدة الذهبية المعروفة في هذا الإطار (لا تضع كل بيضك في سلة واحدة)، فالاستثمار المنفرد في مجال واحد تكون مخاطره حتمًا أعلى من الاستثمار المتعدد والمتنوع الذي يتميز بإمكانية تغطية خسارة أحد الاستثمارات بأرباح غيرها خلافًا للاستثمار المنفرد الذي قد يهدد المستثمر ويفقده القدرة على مواجهة حالة الخسارة.

وكذلك هدف تعظيم الربح يحتاج لتحقيقه أن تتوافر لدى هذا المستثمر العادي قدرة مالية كبيرة،ودراية ومعرفة بالأسواق تمكنه من الإدارة الحكيمة لأمواله، ولكن الإمكانات المادية للمستثمر العادي تبقى دائمًا محدودة لاقتحام المجالات الاستثمارية الكبيرة المدرة للأرباح، كما أن وضعه الشخصي قد لا يمكنه من الإدارة الحكيمة الواعية سواء بسبب عدم درايته ومعرفته للأسواق، أو بسبب عدم توفر الوقت الكامل المناسب.

ومن هنا تأتي أهمية الاستثمار المشترك، فالمال المتواضع والقليل المتوافر لدى عدد كبير من المستثمرين يصبح أموالاً ضخمة إذا ما تم تجميعها، وكما يقول المثل "في الاتحاد قوة " وبالتالي يتحقق الاستثمار الأمثل لهذه الأموال المشتركة، حيث يجب توظيفها في مجالات متنوعة ومتعددة وفي قطاعات مختلفة ويراعى غالباً أن يكون توزيع الاستثمار في مناطق جغرافية مختلفة،أضف إلى ذلك أنّه لايمكن القيام بهذه المهام إلا من جهة متخصصة ذات خبرة استثمارية وكفاءة في إدارة الأموال،لأنَّ نتائج أعمالها وفق ماهو محدد للصناديق يوجب اعتماد السياسة الاستثمارية التالية :

1) التقليل من مخاطر الاستثمار وتوزيع تلك المخاطر من خلال تعدد المنافذ والمجالات.

2) تحقيق ربحية عالية نتيجة توافر الحجم الكبير من المدخرات،وتوظيفها وفق أسس استثمارية عالمية .

3) توافر القدرة على اختيار مجالات الاستثمار ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين.

و لقد ساعد ذلك على انتشار صناديق الاستثمار بهذا الشكل السريع حيث أسفرت عن تحقيق العديد من المزايا التي جعلتها أكثر جاذبية للمستثمرين من الأدوات الاستثمارية الأخرى،ومن أهم هذه المزايا ما يلي [1] :

1)إدارة الأصول بواسطة خبراء متخصصين:

وهذا يهيئ الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها بأن يعهدوا بتلك المدخرات لفئة من الخبراء المحترفين في هذا المجال .

2) ملاءمته لشتى شرائح المستثمرين :

حيث إنَّ الوحدات الاستثمارية ذات فئات مختلفة، فمنها الفئات الصغيرة والكبيرة، وهي بذلك تتناسب مع قدرات شتى شرائح المستثمرين .

3) التوازن بين المخاطرة والعائد:

ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد إذا كانت تلك

الأموال صغيرة الحجم. ولذلك توفر صناديق الاستثمار التي تجتمع فيها الأموال الكثيرة الفرصة له فيالاستفادة من محاسن التنويع لأنَّ عملية التنويع تؤدي إلى قدر كبير من الاستقرار في العائد،والحماية لرأس المال،لأنَّ توزيع الأموال على استثمارات ذات مدد مختلفة ودرجات متنوعة من المخاطر من حيث نوعية الاستثمار، والموقع الجغرافي،يحقق عوائد تميزه عملياً عما سواه من أساليب الاستثمار .

4) تخفيض التكلفة وتعظيم العائد:

إن المبدأ الاستثماري الأساسي لصناديق الاستثمار هو توظيف الأموال في أدوات استثمارية مناسبة ومتنوعة تساير إلى حد كبير حركة السوق صعوداً وهبوطاً ويشمل ذلك التنويع بين القطاعات المختلفة صناعية أو زراعية أو تجارية و غيرها وكذلك التنويع بين أنواع الأدوات الاستثمارية وأيضا التنويع بين مصادر تلك الأدوات،ونظراً لضخامة أموال الصناديق فإنَّه عندما يتم توزيع التكلفة على الوحدات الاستثمارية يكون ما يلحق الوحدة الاستثمارية ضئيلة جداً،ومن هنا كان من مسلمات عمل مدراء الصناديق أنَّهم لا يقومون باتخاذ قراراتهم الهامة لاستثمارات الصندوق من بين العديد من الأدوات الاستثمارية إلا بعد إجراء تحليلات مالية،واقتصادية مبنية على دراسة جدوى أنواع الاستثمارات، والاتجاهات الاقتصادية، وظروف السوق، وأسعار العوائد،والتضخم وغير ذلك والهدف من ذلك تقديم أرقام للعوائد المتوقعة تشجع على الاكتتاب،وبعد ممارسة النشاط تقدم عوائد فعلية مقاربة للتوقعات أو تزيد،وبناءً على ثقة المستثمرين بهذه التجارب يفضلون التوجه إلى الاستثمار في الصناديق،وهذا ما جعل الصناديق في تنام مضطرد ،فكسبت ثقة جمهور المستثمرين عملياً بسبب النتائج الإيجابية.

ولاغرو في ذلك لأنها خلاصة التجربة في مجال الاستثمار ،ولأن من مسلمات هذا النشاط بأنّه لايمكن إقامته إلا وفق أسس ومعايير عالمية،وأن يقوم على أساس خبرة وتخصص الأطراف الأساسية الواجب توافرها للقيام بنشاط الصندوق ،واختيار سياسة التنويع التي تحتاج إلى توفير

موارد مالية كبيرة لا تتحقق إلا بمثل هذه الصناديق،مع تعليمات وإشراف من الجهات الرقابية واستخدام مؤشرات الأداء العالمية "

5) الإدارة المتخصصة :

" من مسلمات الصندوق الاستثماري توظيف المهارات العالية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال نظراً للحجم الكبير للصندوق. وهذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه إلا من خلال الصناديق الاستثمارية التي تعبئ مدخراتهم الصغيرة حتى تصبح ذات حجم كبير يمكن معها الإنفاق على مثل ذلك المستوى من الخبرات .

6) سهولة الاشتراك والاسترداد:

من مزايا هذه الصناديق أنَّ إدارة الصندوق تقف على استعداد دائم لإعادة شراء الوحدات التي بيعت على المستثمرين، كما أن الاشتراك غير مقيد في حده الأقصى إذ يمكن للمستثمر إضافة أي مبالغ جديدة للاشتراك وفي الفترات التي يراها مناسبة

7) إمكانية استخدام محتويات الصندوق كضمان لتسهيلات ائتمانية (الرافعة)(*leverage*):

من الميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته علىالاستثمار وهو ما يسمى بالرافعة (*leverage*) حيث يستطيع أن يقترض منالبنوك بضمان الصندوق فيستكمل ما يتطلبه أي مشروع استثماري،وهذا ما تلجأ إليه الصناديق التقليدية باعتبار أنَّ سعر الفائدة على للقرض هو أقل في أغلب الأحوال من العائد على الاستثمار وبذلك يحقق الصندوق أرباحاً إضافية للمستثمرين "[1]فالمستثمر الذي ساهم بمبلغ ألف دولار على سبيل المثال سوف يحصل على عائد استثماري كما لو كان استثمر مبلغ 1500 دولار مثلاً.

وهذهمن الميزات التي تتحقق من خلال صيغة الصندوق الاستثماري. ومعلوم أن الاقتراض بفائدة لا يجوز ولايمكن التعامل على أساسه في الصناديق الإسلامية لذلك فهي تلجأ إلى بديل مقبول من الناحية الشرعية

ينهض بغرض الصندوق ضمن دائرة المباح وذلك عن طريق بديل شرعي عن الاقتراض بفائدة وذلك عن طريق التورُّق [157].

ثانياً : مشتقات الصناديق الاستثمارية

تعتبر كل من (المحافظ الاستثمارية)أو(الإصدارات)أدوات استثمارية مشتقة من الصناديق من حيث كونها تعتمد على توظيف الأموال في أي بنك أو شركة استثمار.

وباعتبار أنَّ مصطلح الصناديق، والمحافظ ،، والإصدارات يتردد استخدامه في الأسواق المالية، ونشاطاته الاستثمارية متشابهة لذا يجدر توضيح مفهوم كل منها فيما يلي[158]:

1) الصندوق الاستثماري :

هو وعاء للاستثمار له ذمة مالية مستقلة يهدف إلى تجميع الأموال واستثمارها في مجالات محددة وتدير الصندوق شركة استثمار تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية التقليدية. أو الصكوك بالنسبة للصناديق الإسلامية " صكوك التأجير، وصكوك المرابحات، وصكوك الاستصناع الموازي، وصكوك السلم الموازي وغيرها، وهذا الوعاء المالي تكونه مؤسسة مالية متخصصة وذات دراية بقصد تجميع مدخرات الأفراد، ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة، تحقق للمستثمرين فيها عائداً مجزياً وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الاستفادة من مزايا التنويع في الاستثمارات والتوزيع الجغرافي .

كما أنَّ الصناديق الاستثمارية يمتلكها أفراد كثيرون،فقد يصل عدد المالكين لأصول الصندوق في أحيان كثيرة إلى آلاف بل مئات الآلاف من المستثمرين ،وتكون استثمارات الصندوق في الغالب في استثمارات متوسطة الأجل ، أو طويلة الأجل.

2) المحفظة الاستثمارية :

هي وعاء مالي لمؤسسة، أومستثمركبير يعهد لمؤسسة متخصصة في إدارة واستثمار الأموال في مجالات مختلفة، تحقق للجهة المستثمرة – فرداً أو مؤسسة – عائداً مجزياً،وضمن مستويات معقولة من المخاطرة

عن طريق الاستفادة من مزايا التنويع في الاستثمارات،وتكون مدة الاستثمار فيه متوسط أو طويل الأجل .

والجدير بالملاحظة : أن الفرق بين الصندوق والمحفظة،أن الصندوق هو تجميع لأموال لمستثمرين قد يصل عددهم إلى آلاف المشتركين،أما المحفظة فهي أموال لجهة واحدة قد تكون مؤسسة،أو فرداً وذلك لاستثمار مبالغ كبيرة .

3) الإصدارات :

"هي وعاء مالي يعهد لمؤسسة متخصصة باستثمار الأموال مثل الصندوق الاستثماري ويختلف عنه بأنَّ فترة الاستثمار قصيرة الأجل (لبضعة شهور)،وتتفاوت المدة بين إصدار وآخر. وتقع تصفية الإصدار تلقائيًا عند انتهاء المدة المحددة، فإذا تخلّفت بعض الأنشطة فإنَّها تباع إلى إصدار آخر جديد،أو تشتريها الشركة الراعية للإصدار وفقًا لضوابط الشراء الشرعية بحسب نوع الموجودات عند الشراء " [159].

والخلاصة أن الإصدارات .لا تختلف عن الصناديق الاستثمارية من حيث إنَّ كلا منهما يمثل ذمة مالية مستقلة،تهدف إلى تجميع الأموال،واستثمارها في مجالات محددة، ويقوم على أساس تجزئة رأس المال الإجمالي للإصدار أو للصندوق للاكتتاب فيه من قبل المشاركين وتعتبر صكوك أو شهادات الوحدات هي وثائق تمثل ملكية حصة شائعة في الموجودات الكلية للإصدار، أو الصندوق، ويكون للمشارك جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعًا للمالك في الملك الشائع من بيع،وهبة،ورهن، وإرث وغيرها،بما لا يمس حقوق بقية المشاركين.

ثالثاً : الخصائص العامة لصناديق الاستثمار[160]

" تشترك صناديق الاستثمار في عدد من الخصائص والملامح العامة من أهمها:

الخاصية الأولى: صندوق الاستثمار بنيان اتحادي

من السمات العامة في الصناديق الاستثمارية أنها تتألف من اتحاد مجموعة من الشركات لتكون هيكلاً تنظيميا متكاملاً .

الخاصية الثانية : استقلالية صندوق الاستثمار:

تشترك صناديق الاستثمار في أن لكل منها ذمة مالية مستقلة عن الجهة التي أنشأتها، ولذلك فإن البنك المنشئ يلزم بإعداد ميزانية للصندوق خارج ميزانية البنك، إلا أن ثمة اتجاهين في التعبير القانوني عن هذا التكوين الجديد.

الاتجاه الأول:

لا يعتبر الصندوق كياناً قائماً بذاته، حتى وإن كانت حساباته وميزانيته منفصلة عن جهة التأسيس، وهذا الاتجاه يقوم على مبدأ العقد،بمعنى أن يظل الصندوق تنظيماً عقدياً بين البنك والمستثمرين،وقد تبنى هذا الاتجاه المقرر السعودي الذي لم يعتبر للصناديق شخصية مستقلة عن البنك الذي قام بإنشائها، وإنما هي"مجرد اتفاقية تعاقدية ثنائية بين الطرفين: البنك باعتباره منشئاً للصندوق ومديراً له في آن واحد، والمستثمرون،وبناءً عليه فلا تثبت ملكية لأصول الصندوق للصندوق ذاته؛ لانعدام شخصيته المعنوية، وإنما تثبت للمستثمرين فيه على أساس جماعي 161

وأما الاتجاه الثاني:

يكون فيه الصندوق الاستثماري على شكل " شركة استثمارية" بكيان قانوني، وشخصية معنوية منفصلة تماماً عن جهة التأسيس، ويكون لشركة صندوق الاستثمار ذمة مالية مستقلة عن الشركة الأم، ولها مجلس إدارة يتم تعيين أعضائه أومعظمهم من قبل الجهةالمنشئة،ويتولى مجلس إدارة شركة صندوق الاستثمار تعيين الجهة التي سيتم استئجارها لتتولى إدارة الاستثمار (مدير الاستثمار)، وهذا الاتجاه هو المعمول به في معظم الدول[162].

الخاصية الثالثة: الملكية الجماعية لأصول الصندوق:

تعتبر الأصول المكونة للصندوق مملوكة بشكل جماعي للمستثمرين أي أن لكل منهم حصة مشاعة من صافي تلك الأصول بمقدار صكوكه وبالتالي تحولت نقوده إلى حصة شائعة في مكونات الصندوق وصار حقه منحصراً في استغلال المال المشترك والحصول على نصيب

من الأرباح الناشئة عن هذا الاستغلال،وله أن يبيع حصته لآخرين وعندما تنتهي فترة الصندوق يتم تصفية أموال الصندوق،وتتم القسمة بنسبة ما يملك من وحدات،وهذا أمر معلوم لكل مشارك لأنَّ نشرة الاكتتاب تنص بأن الصندوق الاستثماري مقسم إلى وحدات متساوية القيمة، تسمى كل منها: " وحدة استثمارية"،ومجموع تلك الوحدات هي الأصول الصافية للصندوق [163].

إن خاصية الملكية الجماعية للمستثمرين تفرض أن ينظر إلى هؤلاء المالكين باعتبارهم جماعة، ولا ينظر إلى أي واحد بصفته الفردية مع الصندوق، وبالتالي فليس لمدير الصندوق أن يمايز بين المستثمرين، أو أن يستثني بعضهم من بعض الالتزامات، أو أن يمنحه شيئًا من الصلاحيات إلا وفق ما يقره النظام الأساسي للصندوق، وهذا ما عليه القوانين المنظمة للصناديق في معظم الدول ومنها دول الخليج حيث تنص الأنظمة والتعليمات المصرفية على مايلي: "تعتبر أصول الصندوق ملكا للمستثمرين ولا يحق للبنك الذي يدير الصندوق ادعاء ملكيتها، ويعتبر صافي أصول الصندوق ملكا لجميع المستثمرين على أساس جماعي، ويقوم المصفي في حالة التصفية بتوزيع صافي الأصول فيما بين المستثمرين كل حسب نصيبه" [164] لذا يجدر التعرف إلى مايتعلق بالصناديق وإليك عرض ذلك فيمايلي:

المبحث الرابع

الجوانب التنظيمية للصناديق ودور الحماية القانونية لها

المطلب الأول : أركان نشوء الصندوق الاستثماري والأطراف المكونة لتنظيمه :

أ) أركان نشوء الصندوق :

يعتمد وجود الصندوق الاستثماري على ركنين أساسين هما :

الأول : المستثمرون:

وهم المالكون لوحدات الاستثمار في الصندوق والذين يملكون حصص مشاعة في أصول الصندوق .

الثاني : مجلس الإدارة:

ويتم انتخابه من قبل مالكي الوحدات، وهو مسئول عن الإشراف العام على الصندوق، ومن واجباته مراقبة أداء كل من شركة توظيف الأموال أو مستشار الاستثمار، ولمجلس الإدارة الحق في تجديد أو رفض التعاقد مع مستشار الصندوق سنويا .

ب) الأطراف المكونة لتنظيم الصندوق :

يخضع الصندوق الاستثماري إلى مجموعة متطلبات تنظيمية متعارف عليها دوليا وتنص عليها الجهات الرقابية والإشرافية وهي توفير العناصر التالية [165]:

أولاً: مؤسس الصندوق:

يتولى إنشاء الصندوق عادة شركة مالية متخصصة في الاستثمارات سواء أكانت بنكا أو شركة استثمارية .

ثانياً: مدير الصندوق " مدير الاستثمار ":

تلزم القوانين المصرفية الجهة المنشئة للصندوق بأن تعهد بإدارته إلى شركة مستقلة ذات خبرة ودراية في هذا المجال، ويطلق على هذه الشركة اسم " مدير الاستثمار" وهذه الشركة مهمتها توظيف وإدارة أموال صناديق الاستثمار بصفتها مسؤولة عن إدارة أموال عملائها على أن تكون الإدارة المسؤولة عن هذه الصناديق مستقلةعن الإدارة المسؤولة عن استثمار الأمـــوال الأخرىالخـــاصة بالبنك كما تتميز شركـــاتالإدارة

بأن غرضها يكاد ينحصر في جميع الدول في إدارة مال الصندوق الذي تنشئه، ويمكنها إدارة أكثر من صندوق استثماري بشرط مسك حسابات منفصلة لكل وعاء. وبذلك تعتبر هذه الجهة هي المخولة بإدارة الصندوق أو الصناديق وتوجيه الاستثمار وفقًا لأحكام نظام كل صندوق، وقرارات جهة الإشراف، والقوانين السائدة. كما أنها هي التي تمثل الصندوق قانونًا في علاقتها مع الغير وأمام القضاء، ومن الأعمال التي تقوم بها ما يلي :

1) إعداد دراسة اقتصادية لنشاط معيّن أو مشروع أو مشاريع معيَّنة بحيث تبيّن جدوى الاستثمار في ذلك المجال، وقد يكون هذا المجال الاستثمار في أسهم الشركات، وفي العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معين أو غيرها من المجالات التي تتحقق فيها الجدوى الاقتصادية والمالية.
2) إعداد نظام إدارة الصندوق ونشرة الاكتتاب، وتتضمن هذه الوثائق تحديدًا لأغراض الصندوق وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، ودرجة مخاطر الاستثمار، كما تبين مختلف حقوق والتزامات الجهة المصدرة والمستثمرين، وكل ما يتعلق بكيفية الاكتتاب وشروطها، وتقييم أصول الصندوق وتوزيع أرباحه أو خسائره، وضوابط الاسترداد ومواعيدها، ومختلف العلاقات المترتبة على إنشاء الصندوق وكيفية احتساب الأتعاب والعمولات، وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها.
3) الحصول على موافقة جهة الإشراف على إنشاء الصندوق:وذلك بتقديم الطلب متضمنًا المعلومات والمستندات المطلوبة، ولا سيما:

أ) نسخة من نظام الصندوق الذي سيكوِّن التعاقد بين الجهة المصدرة والمستثمرين. وكذلك نسخة من الكتيبات والنشرات الدعائية التي ستطرح على جمهور المستثمرين.

ب) البيانات الخاصة بالمدير المسئول عن الصندوق، وأي اتفاقية مبرمة مع الجهات التي لها علاقة مع الصندوق، ولا سيما الأمين على الصندوق، متعهد تغطية الاكتتاب، ومتعهد إعادة شراء الوحدات، والموزعون،ومدير الاستثمار،ومستشار الاستثمار- إن اقتضت مصلحة الصندوق ذلك – والمحاسب القانوني .

ج) بيان الأتعاب والعمولات التي ستحصل عليها جهة الإصدار وباقي الجهات ذات العلاقة بالصندوق .

4) بعد إبرام التعاقدات اللازمة مع الأطراف الأخرى التي يساهم كل منها في أحد الجوانب المتعلقة بعمل الصندوق، وبعد الحصول على الترخيص من جهة الإشراف،تبدأ شركة الإدارة في تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص مشاركة أوصكوك متساوية القيمة الاسمية بحيث يكون امتلاكهاعبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.

أما شروط إدارة الاستثمار فتؤكد الجهات الرقابية على ضرورة أن يتوفر في المسئولين عن إدارة الصناديق التأهيل المناسب، والخبرة اللازمة، ومشهود لهم بالأمانة والنزاهة[166]

ولما حقوق المدير وسلطاته، فتتمثل في اتخاذ جميع القرارات المتعلقة بإدارة الصندوق، ومن ذلك: وضع خطط الاستثمار، والنهوض بالنشاط اللازم لتحقيق هذا الغرض وإصدار الأوامر إلى أمين الاستثمار بتنفيذ بيع وشراء الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق دون أدنى تدخل من جانب المستثمرين، وتقييم الوحدة الاستثمارية وأصول الصندوق، ومقدار السيولة التي يلزم الاحتفاظ بها، والأرباح القابلة للتوزيع إلى غير ذلك مما له علاقة بالسياسة الاستثمارية في الصندوق.

وأما الواجبات والمسئوليات المناطة بمدير الصندوق فمن أهمها [167]

أ)أن يكون نشاطه موجها لحساب المستثمرين وأن ينحصر في نطاق مصلحتهم المحضة.

ب) الاحتفاظ بحسابات وسجلات مستقلة للصناديق خارج ميزانية البنك.

ج) الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد القيمة.

د)الحرص على تنويع مكونات المحفظة وفق المعايير المثلى للاستثمار، وبالتالي تضع اللوائح والأنظمة حدوداً عليا للنسب التي يحق لمدير الصندوق امتلاكها من أوراق منشأة واحدة، وذلك بهدف تقليل المخاطر،ومنع سيطرتها على الشركات الأخرى .

هـ)يتحمل مدير الصندوق المسئولية الكاملة تجاه المستثمرين والسلطات الرقابية،فإذا أخل بتلك المسئولية فإنه يتحمل تبعات ذلك، وصور الإخلال التي يقع فيها مدير الصناديق عديدة يأتي في مقدمتها سوء توزيع الاستثمار في الأوراق المالية بما يتعارض مع سياسة توزيع المخاطر، أو إبرام صفقات لاعتبارات شخصية، أو القيام بأعمال المضاربة بتجاوزات غير مشروعة،أو ارتكاب الغش والتدليس مهما كانت درجة هذا التدليس، حتى إن مجرد السكوت عن أية بيانات أو معلومات يوجب نظام الصندوق تبيانها، يعتبر غشاً يتحمل مسؤوليته ، ويعتبر التزام المدير في هذا الخصوص هو التزام ببذل عناية الشخص الحريص المحترف المتخصص، ولا يعذر إلا في حالة طروء ظروف قاهرة ، لأنَّه أحياناً نتيجة الاستثمار قد تتوقف على اعتبارات خارجية كالحالة الاقتصادية وعوامل العرض والطلب وغيرها مما هو خارج عن قدرة المدير، وعليه فإنَّ العناية المطلوبة من مدير الصندوق وفقاً للاتجاهات الحديثة في المسؤولية الاستثمارية هي عناية الشخص المحترف، وهذا الوصف يشدد عليه في التزاماته وفي معيار مساءلته، لأنه تاجر محترف ومتخصص يُنتظر منه ما لا يُنتظر من شخص عادي، ولو كان حريصاً، لأنَّه مهيأ لخدمةٍ أعلى وأكثر دقة وتميُّزاً ، ولأنَّ مدير الاستثمار من شروطه أن يكون مؤسسة استثمارية لديها إمكانات مادية وفيرة،و عناصر بشرية متخصصة[168].

ثالثاً: أمين الاستثمار:

أمين الاستثمار مؤسسة مالية – وفي الغالب تكون مصرفاً – يكون من مهامها حفظ الأصول التي تتكون منها محفظة الاستثمار، وتنفيذ التعليمات الصادرة من مدير الصندوق بشأن الصكوك المالية المودعة لديه من بيع وشراء واستبدال وغير ذلك، كما يعهد إليه بتسوية العلاقات المالية التي تنشأ بين مدير الاستثمار والمستثمرين.

ومن المهام الرئيسة المنوطة بأمين الاستثمار مراقبة مدير الصندوق ومتابعته في تنفيذ السياسة الاستثمارية المثلى. ويتقاضى أمين الاستثمار عمولة تؤخذ على شكل نسبة مئوية من القيمة السوقية لصافي أصول

الصندوق ، وتتجه معظم الأنظمة إلى إلزام الصندوق بأن يكون الأمين جهة مستقلة عن المدير،مع مراعاة أن تكون أموال الصندوق وحقوقه مفرزة عن أعمال المصرف الخاصة به،وأن يفرد للصندوق حسابات مستقلة عن أي انشطة أخرى أو ودائع مصرفية لا علاقة لها بالصندوق.

رابعا: مستشار الاستثمار:

وهو شركة أو هيئة مالية متخصصة في مجال الاستثمار والتحليل المالي،وهذه الشركة تشترط وجودها قوانين بعض الدول للتعاون مع مدير الصندوق،ودورها يتمثل في إسداء النصيحة لشركة توظيف أموال الصندوق في المجالات الأكثر جدوى،والمساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء لأصول الصندوق، وتتقاسم مع مدير الصندوق أتعاب الإدارة.

ولكن هناك قوانين دول أخرى تسمح بأن يقوم بهذا الدور الشركة المديرة للصندوق بحيث تستفيد بالكامل من أتعاب الإدارة دون إشراك طرف آخر معها في ذلك[169] .

خامســاً: وكيل البيــع:

وهو مؤسسة مالية (بنك أو شركة استثمار) يعهد إليها بتوزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، وتسويقها على المكتتبين في بداية الصندوق بالسعر الوارد بنشرة الاكتتاب، أي أن مهمته هي إيجاد السوق الأولي[170] لشهادة الاستثمار، وقد تتجاوز مهمة الوكيل ذلك بضمان تصريف جميع أو بعض الكمية المقرر إصدارها، أو يقوم بشرائها ثم بيعها على المكتتبين، وفي هذه الحالة يخرج عن كونه مجرد وكيل إلى كونه كفيلاً.

وفي الدول التي تكون سوق أوراقها المالية صغيرة – كما هو الحال في معظم الدول العربية – تتولى الجهة المنشئة توزيع شهاداتها بنفسها.

أ) شركة تسويق وحدات الصندوق :

تقوم بعض الشركات المديرة للصناديق وخاصة تلك التي لا تملك شبكة فروع كبيرة أو مكاتب تمثيل في بعض الدول بإيكال عملية التسويق لوحدات الصناديق الاستثمارية لشركات ومؤسسات متخصصة في نشاط

التسويق المحلي والعالمي وتمتلك قاعدة بيانات واسعة،وعلاقات ذات كفاءة تسويقية محترفة، وتتقاضي شركة التسويق رسوم مبيعات تصل في المتوسط خمسة بالمائة من مبلغ الاشتراك في الصندوق .

ب) وكيل التحويل (شركة تسجيل الوحدات) :

وتقوم بالأعمال ذات العلاقة بالاشتراك والاسترداد لوحدات الصندوق كما أنها تحتفظ بسجل بأسماء مالكي الوحدات وتتولى عملية الاحتساب لصافي قيمة الأصول اليومية كما تمارس أيضا الأعمال ذات العلاقة بتوزيع الإرباح،وفي الغالب فإنَّ تلك الأعمال يتم إيكالها إلى بنك،أو شركة إيداع.

المطلب الثاني : إمكانية متابعة أداء الاستثمار:

تعلن أسعار الوحدات للصناديق الاستثمارية عادةً بشكل دوري أسبوعيا في الصحف المحلية، ويوميا لدى البنك مدير الصندوق، لذا فإنَّ معرفة أي تحرك في أسعار وحدات صناديق الاستثمار يمكن ملاحظته ومتابعته بشكل مستمر ،وتتخصص الكثير من الصحف في إعطاء القارئ تحليلات مالية مختلفة عن أداء الصناديق وعن توقعات الأداء المستقبلي، ويمكن للمستثمرين مقارنة أداء الصناديق بمؤشرات [171] الأسواق المالية المعلنة ومعرفة مدى نجاح إدارة كل صندوق في تحقيق معدلات الأداء المتوقعة.

المطلب الثالث : الاسترداد والتداول :

لما كان عنصر السيولة يعد أهم عناصر الجذب في الصناديق الاستثمارية فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرقاً فعالة في تحقيق هذا المطلب وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية، ويقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير(التي هي مؤسسة مالية) وعلى عمر الصندوق ،والظروف،والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق،وبناءً على خبرة المدير (المؤسسة المالية) ونشاطاتها التسويقية تحاول بقدر الإمكان الاحتفاظ بالحد الأدنى من السيولة،لأنَّ جزءاً كبيراً

من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول،وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدد الاستثماربطريقة تتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى ولو كانت مدة قصيرة لأسبوع أو نحوه. ومع ذلك فان المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه. لذلك فإنَّ صناديقَ الاستثمار تحتاط لهذا الموضوع من خلال إعدادها لنظامها الأساسي فتنص على مايلي :

1- أن لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزءاً منه وذلك لمن يأتي أولاً،وعلى الآخرين الانتظار لمدة يتم الإعلان عنها في نشرة الاكتتاب بمدة قد تكون أسبوعا أو أقل أو أكثر .

2- أحياناً يتفق الصندوق مع أحد المؤسسات الكبيرة التي تقدم له مقابل رسوم محددة التزاماً بتوفير السيولة له عند الحاجة إليها،أو الالتزام بشراء الوحدات التي لايستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة عنده،ويتم ذلك في صناديق الاستثمار الإسلامية وفق ضوابط وبدائل شرعية تفصيلها يأتي في الفصل الخامس من هذه الأطروحة المبحث الثالث بعنوان " التعهد بإعادة الشراء (الاسترداد) .

المطلب الرابع : الرسوم والاحتياطيات :

يتطلب نشوء الصندوق إلى نفقات عديدة يتم اقتضاؤها إما مستقلة أو تحميلها على الوحدات الاستثمارية كما يتطلب حسن سير استمرارية الصندوق القيام بالتحفظ على بعض المبالغ لدى الصندوق تحسباً لتلافي مخاطر متوقعة وتوضيح ذلك فيما يلي:

أولاً : أنواع الرسوم في الصناديق :

أ) الرسوم على المشتركين :

عمليات توظيف لموال الصناديق في مجالات الاستثمار تحتاج إلى تكلفة يتم حسابها،ويتم بعد ذلك توزيع التكلفة على الوحدات،فيلحق كل وحدة تكلفة ضئيلة،وعلى سبيل المثال،عند الإعلان بأن الاكتتاب للوحدة الاستثمارية بدينار واحد ،وبلغت التكلفة على الوحدة ثلاثة فلوس فثمة

أربعة أساليب يتبعها مدراء الصناديق وتكون مدونة في نشرة الاكتتاب وبيانها فيما يلي:

الأسلوب الأول :

تتبنى بعض الصناديق المفتوحة ذات الوحدات المتداولة طريقة فرض الرسوم ابتداءً عند الاشتراك وتسمى ***(Load - Funds)***

الأسلوب الثاني : وتكون بفرض الرسوم عند الخروج من الصندوق.

الأسلوب الثالث : ربط هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ماتطول هذه المدة .

الأسلوب الرابع : إذا كان ُمصدِّر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادةرسوماً على الدخول أو الخروج وتسمى هذه الصناديق***(No-Load Funds)***.

ب) رسوم الإدارة:

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته،ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها. وتتراوح أجور الإدارة غالباً بين واحد بالمائة إلى خمسة بالمائة من القيمة الصافية لأصول الصندوق. وبالتالي فإنَّ أجور المديرتزداد كلما كبر حجم أصول الصندوق وهذا إذا كان عمل مدير الصندوق على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وينص عقد الوكالة وقت استحقاق الأجرة فقد تكون في نهاية كل ربع سنة، أوعلى حسب الاتفاق.

فإذا اعتبرنا المدير وكيلاً عن المستثمرين فهي وكالة بأجر فلزم أن يكون الأجر معلوماً مقدماً لصحة الوكالة ، وأما إن كانت إدارة الاستثمار على أساس المضاربة فلا يأخذ نسبته المتفق عليها من الربح إلا في نهاية عقد المضاربة .

ثانياً : الاحتياطيات:

تحتفظ الصناديق عادة باحتياطيات تقتطعها من الأرباح الغرض منهاتحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه ،وتعويض الخسائر التيقد تحصل في بعض الأوقات. وتستمر هذه الاحتياطيات في

التراكم في الصندوق ،وتعد جزءاً من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته إنكان له مدة.

والجدير بالتنويه أن خبراء الاستثمار في الصناديق يهتمون لدى التوزيع الجغرافي للاستثمار التعرف على الدول ذات القوانين المشجعة على الاستثمار حيث توفر العديد من الأنظمة في الدول المتقدمة مزايا ضريبية للاستثمار طويل المدى فتعفي من الضرائب، أو توضع عليها ضرائب ضئيلة جداً،وبذلك يمكن تشغيل الأموال في صناديق تتمتع بمزايا الإعفاء، أو ضآلة الضرائب في الدول التي يتوافر فيها مجالات استثمار واسعة والتي يمكن التعرف عليها بالإطلاع على أنظمة الضرائب في تلك الدول .

المطلب الخامس :

دور الحماية القانونية والإشراف على الصناديق والمحافظ والإصدارات:

نظراً لحجم الأموال المدارة في الصناديق، والمحافظ، والإصدارات، واشتراك العديد من المستثمرين في هذه البرامج الاستثمارية، وحرصا من الجهات الإشرافية في العديد من الدول لحماية أموال المستثمرين،فقد تم تنظيمها وفقاً لتشريعات محددة توفر حداً أدنى من الحماية لصغار المستثمرين،وذلك بناءً على قوانين وتعليمات وإشراف من الجهات الرقابية التي تضع سياسة للاستثمار،وضوابط للحفاظ على أموال المستثمرين من التلاعب،ولتقليل المخاطر ما أمكن،وذلك لتحاشي عملية جمع الأموال وتشغيلها دون ضوابط،ولا تعليمات،ولا إشراف من البنك المركزي الأمر الذي يؤدي إلى ضياع أموال المستثمرين،ويدلُ على ذلك التجارب التي حصلت دون إشراف البنك المركزي ودون ضوابط مما تسبب بإلحاق أضرار كبيرة للمستثمرين وهو ما تعورف عليه في مصر بشركات توظيف الأموال،كشركة السعد،وشركة الريان، وغيرهما،وكذلك في سوريا شركة أمينو،وشركة كلاس، وغيرهما،وكذلك ما حصل في دولة ألبانيا بسبب قيام شركات بنشاطات دون ضوابط ولا تعليمات،ولاإشراف من الجهات الرقابية والإشرافية،وكذلك صندوق (MMM) الروسي الذي

ألحق خسائر كبيرة للمستثمرين فيه وضياع أموالهم،فكانت النتيجةحدوث انهيار لصناديق استثمار تسببت في أزمة سياسية واقتصادية في البلاد.

لذلك قامت كل من الحكومات السابقة وغيرها إلى اتخاذ الإجراءات الضرورية لتصفية الشركات التي لا تتماشى مع التعليمات الخاصة بحماية المستثمرين، وإخضاعها لتعليمات البنوك المركزية وإشراف الجهات الرقابية،ووضعها ضمن الأطر النظامية التي تكفل تشجيع المدخرات والاستثمار على أسس منضبطة سليمة[172]

ومن هنا فإنَّ إعطاء الأموال لمؤسسات فردية – يملكها فرد واحد ـــ فيه مجازفة كبيرة بأموال المستثمرين وخاصة إذا كانت تلك المؤسسات الفردية لا تخضع لأي جهة رقابية ولا توفر حداً أدنى من الإفصاح عن مراكزها المالية للمستثمرين،والمحللين،وجهات الإشراف، ولا تخضع حساباتها لأي نوع من التدقيق،والمراجعة. وعليه فإنَّ تنظيم صناديق الاستثمار في كلٍّ من دول الخليج وغيرها التي وضعت قوانين للصناديق قد أخذت بالحسبان التعليمات اللازمة لحماية أموال المستثمرين،وعملت على توفير بيئة مناسبة لإيجاد هذه النوعية من الخدمات الاستثمارية،حيث تمَّ قصر إدارتها على البنوك،وشركات الاستثمار المعتمدة لما يتوفر لديها من إمكانات ماليةوفنية تؤهلها للقيام بخدمة المستثمرين في تلك الصناديق.

الفصل الثالث

تقسيمات الصناديق وجوانبها الفنية

ويشتمل على أربعة مباحث في بيان كل من :

المبحث الأول

أنواع الصناديق

لقد أخذت عملية الصناديق الاستثمارية شكلين مختلفين،يتفق كل منهما من حيث الغرض، وهو تكوين وإدارة وعاء استثماري وفقا لمبدأ توزيع المخاطر. ولكن بينها اختلاف من حيث آلية العمل ومرونته ونتائجه.وبيان كل من الشكلين فيما يلي[173]:

الشكل الأول: هو عبارة عن استثمار جماعي من خلال شركة يتم تأسيسها وفقا لنظام الشركات العادي (شركة مساهمة عامة)فتكون لها شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة، وهو ما يسمى بالشكل النظامي للاستثمار.ولكن هذا الأسلوب النظامي يشكو من سلبية،وهي عدم السهولة لانضمام أو انسحاب المساهمين في أي وقت، ويندرج ضمن هذا النوع:

1) صناديق الاستثمار المغلقة ذات رؤوس الأموال المحددة

(Closed end investment fund)

1) وكذلك صناديق الاستثمار ذات رأس المال الثابت *(SICAF)*

Société d'Investissement à Capital Fixe

ومن خصائص هذا النوع من الصناديق مايلي:

أ) إمكانية طرح عدد محدد من الوحدات بحيث يقفل باب الاشتراك في الصندوق بانتهاء الاكتتاب فيها.

ب) لا تلتزم إدارة الصندوق بشراء الحصص أو الأسهم التي تصدرها إلا في حالات خاصة يكون منصوصًا عليها في نشرة الاكتتاب. فلا

ب) لا تلتزم إدارة الصندوق بشراء الحصص أو الأسهم التي تصدرها إلا في حالات خاصة يكون منصوصًا عليها في نشرة الاكتتاب. فلا يستطيع أي مستثمر جديد دخول هذا الصندوق بعد غلق الاكتتاب ويظل المستثمر في الصندوق مالكًا لوثائق هذا الصندوق ما لم يجد له مشتريًا عن طريق البورصة.

والشكل الثاني : يقوم على صيغة تعاقدية مستقلة بين مختلف الأطراف المتداخلة في عملية الاستثمار المشترك. فلا يتم في هذا الشكل تأسيس شركة أو وحدة قانونية "نظامية" لغرض الاستثمار المشترك بل يقتصر الأمر على إدارة أموال الاستثمار المشتركة من خلال وحدة مستقلة إداريًا ومحاسبيًا عن الجهة التي تنشئه، و تقوم على أساس الإدارة المتخصصة التي تعتمد سياسة بتنويع الاستثمارات، وتوزيعها في مواقع جغرافية عديدة ودراسة ومتابعة جميع العناصر التي من شأنها تقليل المخاطر، بما يحقق أرباحاً متميزة كما يؤمن حرية وسهولة تداول حصص المستثمرين دون الحاجة لأي إجراءات تقليدية معقدة. وترتكز فكرة استثمار الأموال المجمعة في عدد من الصكوك، ويؤخذ متوسط أسعار تلك الصكوك التي يتكون منها الصندوق يوميًا أو في يوم محدد من الأسبوع حسب آخر سعر معلن لها في السوق المالي، ويكون المتوسط هو سعر الصك الذي يصدره الصندوق، والذي يتم على أساسه التحاسب مع من يرغب في التخارج أو الدخول في الصندوق. وهكذا يمكن لأي مستثمر التخارج في أي وقت يريده،ويندرج ضمن هذا النوع صناديق استثمار البنوك وشركات الاستثمار،وفي هذه الصناديق يحق للصندوق عرض وحدات وحصص جديدة على المستثمرين، وبيعها باستمرار للجمهور، فيزداد رأس مال الصندوق بحسب ما يتم طرحه من وحدات،كما يلتزم الصندوق بشراء الحصص أو الوحدات التي سبق أن أصدرها، ولا يتم تداول تلك الوحدات في سوق الأوراق المالية، وبذلك ينقص رأس مال الصندوق بحسب الوحدات المستردة. لذا يلزم تحديد سعر معلن للاسترداد دورياً، كما يجب احتفاظ الجهة المصدرة بالسيولة الكافية لمواجهة طلبات الاسترداد.

وبما أنَّ الصندوق هو استثمار جماعي له ذمة مالية مستقلة عن الجهة التي تصدره وعن باقي الأطراف المتداخلة في إنشائه وبالتالي يترتب على هذا أن تتحدد الحقوق والالتزامات بين ثلاثة أطراف هي :

1) المدير : وهو الذي يتولى تكوين وإدارة مال الاستثمار.
2) الأمين : وهو الذي يتولى حفظ مال الاستثمار وتحريكه وفقًا لأوامر المدير، وضوابط الجهات الرقابية .
3) المستفيدون : وهم أصحاب الحصص (المستثمرون).

وهذه الصناديق اشتهرت تسميتها بصناديق الاستثمار،وصدر بشأنها عدد من القوانين واللوائح التنظيمية في دول الخليج ومعظم الدول العربية وغيرها،وتقوم بإصدار شهادات تتميز. بمرونتها في توفير السيولة والتداول،والدخول للمكتتبين والخروج وفق ترتيبات مدروسة،وإدارة خبيرة متخصصة ،جعلت الإقبال عليها منقطع النظير .

المبحث الثاني

تصنيف الصناديق

درجت الأعراف التجارية في الأسواق المالية الغربية على تصنيف الصناديق وفق اعتبارات عديدة بيانها فيما يلي:

أولاً : تصنيف الصناديق من حيث مكوناتها : وتسميتها مستمد من نوع نشاطها وهي :

1- صناديق الاستثمار في سوق راس المال :

Investment Funds in the capital market which invest money in the financial market

وهى تلك التي تستثمر الأموال في أدوات السوقالمالية والتي من أهمها سندات التنمية الحكومية والأسهم وسندات الشركات.

2-صناديق الاستثمار في سوق الصرف الأجنبي والمعادن الثمينة .

Investment funds in the foreign exchange and heavy metals markets.

3 - صناديق الاستثمار في الأصول العقارية . *Investment Funds in the RE assets.*

4- صناديق الاستثمار في سوق عقود الأجل والخيارات .

Investment Funds in the forward and options contracts morket

5 - صناديق الاستثمار في وحدات صناديق الاستثمار الأخرى .

Investment Funds in the units of other investment funds

ثانياً : من حيث موقع استثمارات الصندوق :

1- صناديق تركز استثماراتها في أدوات الاستثمار المحلية في دولة معينة.

2- صناديق تستثمر على المستوى الإقليمي كالاستثمار في أسواق دول الخليج العربي أو الاستثمار في أسواق شرق آسيا ... الخ .

3- صناديق توظف أموالها في أكثر من دولة في الأسواق المالية العالمية .

ثالثاً : من حيث نوعية الأدوات الاستثمارية المكونة للصندوق، وتنقسم إلى قسمين وهما :

القسم الأول: صناديق الاستثمارات الحقيقية

ويعتبر الاستثمار حقيقياً متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي، كالعقار والسلع والمعادن ونحوها، ويقصد بالأصل الحقيقي: كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، فالعقار مثلاً أصل،وكذلك السهم،لكن يعتبر الأول أصلاً حقيقياً،ويعتبر الثاني أصلاً مالياً،وذلك لأنَّ السهم لا يرتب لحامله حق حيازة أصل حقيقي،وإنَّما تستمد قيمته من قيمة الأصول الحقيقية في الشركة مصدرة السهم.

ويطلق على الاستثمارات الحقيقية: الاستثمارات المباشرة ،وتتنوع صناديق الاستثمار الحقيقية إلى أنواع كثيرة بحسب الأصل المستثمر فيها، ومن الأمثلة عليها:[174]

1- صناديق الاستثمار العقارية، وهي المتخصصة في العقارات بيعاً وشراءً وتأجيراً .
2- صناديق المرابحة بالسلع والبضائع، وهي التي تستثمر في سلع معينة، وغالباً ما تكون هذه السلع من السلع المتداولة في أسواق المال العالمية كالقطن والنفط والقمح والرز والسكر وغيرها .
3- صناديق الاستثمار في سوق الصرف الأجنبي (بيع العملات) والمعادن الثمينة .

القسم الثاني: صناديق الاستثمارات المالية:

وتشمل الاستثمارات المالية: الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأسهم،أو سندات،أو شهادات إيداع.. الخ.

وتنقسم هذه الصناديق وفقاً لنوع الورقة المالية المستثمر بها إلى نوعين :[175]

النوع الأول : صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال.

وتشتمل هذه الصناديق على الأوراق المالية طويلة الأجل، ومن أهم هذه الصناديق:

1- صناديق الأسهم: وتهدف هذه الصناديق إلى بناء تشكيلة من الأسهم في بلد معين،أو منطقة محددة،أوفي قطاع معين،كصناديق الأسهم السعودية،والأوروبية،واليابانية، أو الأسهم الزراعية ،أو الصناعية ، أوغيرها [176]

2- صناديق السندات:

وهي تلك الصناديق التي تقتصر على الاستثمار في السندات فقط، وهي غير جائزة لأنّها سندات بفائدةٍ ربوية.

3- الصناديق المتوازنة:

وتشتمل هذه الصناديق على مزيج من أسهم عادية، وأوراق مالية ذات دخل ثابت محدد، مثل السندات التي تصدرها الحكومة، ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية [177]

النوع الثاني : صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد:

والمعروفة بصناديق سوق النقد، فهي صناديق مكونة من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، لا تتجاوز مدتها غالباً سنة، ويتم تداولها في سوق النقد، وهي السوق التي تنشئها المصارف التجارية فيما بينها وغيرها من المؤسسات المالية، ومن أمثلتها: شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، وأذونات الخزينة، والكمبيالات والقبولات البنكية [178]

رابعاً: تصنيفها من حيث القابلية لدخول أعضاء جدد:

تنقسم الصناديق الاستثمارية وفقاً لقابليتها للتوسع في رأس المال، وزيادة عدد المستثمرين، إلى النوعين الآتيين:

أ- صناديق الاستثمار المفتوحة:

وهي تلك الصناديق ذات رؤوس الأموال المتغيرة، والتي تزداد وحداتها بإنشاء وحدات جديدة، أو تنقص باسترداد المستثمرين لبعض أو كل وحداتهم.

أي أن هذه الصناديق تقوم على حرية دخول وخروج المستثمرين فيها، ومن ثم ليس لها رأس مال محدد، أو عمر زمني محدد، وإنما يتم الاشتراك والاسترداد منها بصفة دورية يومياً أو أسبوعياً أو شهرياً أو طبقاً لما تنص عليه اتفاقية الصندوق [179]

وعلى عكس صناديق الاستثمار المغلقة، فإن وحدات الصناديق المفتوحة غير قابلة للتداول بين الأفراد بل تقف إدارة الصندوق نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من وحدات، أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين، وبالتالي فليس لوحدات الصناديق المفتوحة قيمة سوقية مقومة بالعرض والطلب، إذ لا مجال للمساومة فيها، وإنما تتحدد قيمتها بقسمة قيمة الأصول الصافية للصندوق على عدد الوحدات. ويتم تحديد قيمة الأصول الصافية على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق وقت إجراء الحساب، وتشكل الصناديق المفتوحة ما نسبته خمسة وتسعون بالمائة من الصناديق الاستثمارية العالمية في الوقت الحاضر. [180]

ب- صناديق الاستثمار المغلقة [181] :

يراد بالصناديق المغلقة تلك الصناديق التي يكون عدد الوحدات فيها ثابتاً لايتغير، ويكون لها هدف معين، وأجل محدد، تنتهي بانتهائه، ويتم إنشاؤها من خلال فتح باب الاكتتاب لفترة محددة لجمع رأس المال المطلوب للصندوق، ثم إنه يغلق بعد ذلك، فلا يحق لإدارة الصندوق بعد انتهاء مرحلة الاكتتاب أن تطرح وحدات جديدة وعلى عكس الصناديق المفتوحة لا تلتزم إدارة الصناديق المغلقة بإعادة شراء وحداتها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها، لذا فإن وحدات هذه الصناديق تكون قابلة للتداول بين الأفراد المستثمرين لنفسهم، ولتحقيق ذلك يتم تسجيل وحدات الصندوق في سوق الأوراق المالية بحيث يمكن تداولها بيعاً وشراءً، وفي بعض الأحيان تنظم إدارة الصندوق سوقاً ثانوية داخلية يتم من خلالها تداول الوحدات بين الراغبين في الدخول والراغبين في الخروج .

وعلى ذلك فإن القيمة السوقية للوحدة الاستثمارية في الصناديق المغلقة لا تتحدد بالقيمة الصـــافية لأصول الصندوق، وإنما بقيمتها البيعية

التي قد تكـــون اقل أو أكثر من القيمةالحقيقية، وقد تستعين إدارة الصندوق في بعض الأحيان بقيمة صافي الموجودات في تحديد قيمتها السوقية،وتصنف معظم صناديق الاستثمار المغلقة على أنها استثمارات متوسطة أو طويلة الأجل، يتراوح عمرها بين ثلاث إلى خمس سنوات، أو أكثر من ذلك، كما أنها في الغالب توجه استثماراتها في الأصول ذات السيولة المنخفضة .

خامساً: تصنيفها وفقاً لأغراض المستثمرين:

تصنيف صناديق من حيث الهدف من الاستثمار إلى ثلاثة أنواع [182]

أ- صناديق النمو:

ويقصد منها تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأس مال الصندوق، أي أنه لا يكون الهدف منها الحصول على عائد منتظم وإنَّما الاستفادة من التقلبات الحادثة في القيمة السوقية للأدوات الاستثمارية المكونة لها، وعلى الرغم من كون هذه الصناديق ذات مخاطر مرتفعة ولكن قيمة السهم السوقية غالباً تكون في ارتفاع مضطرد .

ب - صناديق الدخل:

وتستهدف هذه الصناديق الحصول على عائد دوري للمستثمرين، لذا تشتمل تشكيلاتها عادة على السندات،أو أسهم منشآت كبيرة ومستقرة، وتوزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة.

ج - صناديق الدخل والنمو:

وهي صناديق تجمع بين أهداف النوعين السابقين، وتتكون من تشكيلة من الأسهم العادية، والأوراق المالية ذات العائد الثابت، (الصناديق المتوازنة)[183]

سادساً: تصنيفها من حيث الضمان:تنقسم صناديق الاستثمار من حيث ضمان رأس المال إلى قسمين:

أ- صناديق الاستثمار المضمونة:

وفيها يلتزم المدير بضمان سلامة رأس المال المستثمر، أو نسبة منه، أو سلامته مع نسبة محددة من العائد، خلال الدورة الواحدة للصندوق، متحملاً بذلك وحده مخاطر الخسارة التي قد تصيب رأس المال، وذلك مقابل حصوله على عمولة أعلى من النسبة المعتادة إذا ما تجاوزت نسبة العائد المحقق من الصندوق رقماً معيناً يطلق عليه عادة مصطلح"نقطة القطع"[184]

(1) الإدارة العلمية للمصارف التجارية، صلاح الدين السيسي، ص 248، مرجع سابق .

(2) الإدارة العلمية للمصارف التجارية، صلاح الدين السيسي، ص248، مرجع سابق .

(3) صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، د. منير هندي، ص39، مرجع سابق .

ب- صناديق الاستثمار غير المضمونة:

ويقصد بها تلك الصناديق التي يكون مستوى المخاطرة بالنسبة للمستثمر فيها مطلقاً بلا حدود، وهذه تشبه الاستثمار على أساس المضاربة المطلقة حيث يكون المساهم فيها ليس معرضاً لخسارة العائد فقط، بل وحتى رأس المال أو بعضه.ومعظم الصناديق الاستثمارية من هذا النوع الثاني.

والجدير بالتنويه بأنَّه مالم تنص اتفاقية الاكتتاب في الصندوق على الضمان ، فالأصل في هذه الصناديق أن يتحمل المساهم الخسائر [185]

المبحث الثالث

آلية الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

يمر الاستثمار في المحافظ الاستثمارية بسلسلة من الإجراءات والمراحل لتحقيق الهدف منه، بدءاً من قرار اختيار الصندوق الأمثل، وحتى انتهاء الصندوق وتصفيته:

وفيما يلي بيان تسلسلي بالآلية والمراحل التي يمر بها الاستثمار بالصندوق وأهم عوامل ومتطلبات كل مرحلة:

1- اختيار الصندوق:

تحرص البنوك والمؤسسات الاستثمارية الإسلامية على طرح أنواع متعددة من الصناديق الاستثمارية لتتوافق مع أكبر قدر من رغبات المستثمرين، ويتأثر اختيار المستثمرين لأيٍ من الصناديق على عاملين أساسيين: [186]

العامل الأول: مدى موافقتها لمبادئ الشريعة الإسلامية:

وفي هذا الصدد نجد أن البنوك – حتى البنوك التقليدية – تتنافس فيما بينهما، في اختيار تشكيلة الصندوق متلائمة مع أحكام الشريعة، بحيث يتجنب الاستثمار في السندات، أو سوق النقد، أو أسهم الشركات ذات الأنشطة المحرمة، أو ضمان رأس مال المستثمر.

العامل المؤثر الثاني: مدى قدرة الصندوق على تحقيق التوازن بين المخاطر والعائدات

2ـ الاشتراك في الصندوق:

وفقاً للأحكام والقوانين فإن البنك المؤسس للصندوق يلتزم بإصدار اتفاقية تتضمن وصفاً عاماً للصندوق المكتتب فيه،من حيث نوعه،وكيفية إدارته،ودرجة المخاطرة فيه،وكيفية تقييم الوحدات الاستثمارية،ومدى قابليتها للاسترداد،وعملة الصندوق.. الخ [187]

وتتضمن اتفاقية الاشتراك سعر الوحدة الاستثمارية عند بداية الصندوق، والحد الأدنى من عدد الوحدات التي يلتزم الاكتتاب بها للاشتراك،والحد الأدنى من الوحدات التي يلزم الاحتفاظ بها مدة الاشتراك في الصندوق.

وفي صناديق الاستثمار المغلقة تحدد فترة معينة للاكتتاب تنتهي قبل البدء باستثمار الأموال فعلياً، ولا تقبل الاشتراكات بعد ذلك.

بينما في صناديق الاستثمار المفتوحة يكون الاشتراك مفتوحاً طيلة عمر الصندوق، إلا أن مدير الصندوق يحدد أياماً معينة في الأسبوع تسمى"أيام الاشتراك"أو "التقييم" يتم فيها تقييم موجودات الصندوق، وبدء سريان استثمار أموال المستثمرين الجدد.

3- شهادات الاستثمار: تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق، وتسمى هذه الصكوك"شهادات الاستثمار" وهي على نوعين[188]:

أ) شهادات الوحدة الاستثمارية: وتصدرها عامة الصناديق، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة، بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها .

ب) شهادات القيمة الاسمية:

وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جداً، مما تصدره الصناديق من الشهادات، وتصدرها صناديق الاستثمار المضمونة، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية، وهي القيمة المدونة عليها.

4- تنويع الاستثمار:

من الإجراءات اللازمة في إدارة الصناديق الاستثمارية أن تشكل الأصول المكونة لها من أنواع متعددة من الأوراق المالية، وهذه ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار.

لذلك قد " تشمل الإصدارات من دول أجنبية،كالأسهم الأوروبية أو أسهم جنوب شرق آسيا وغيرها، ومنها ما يقتصر على الإصدارات المتداولة في دولة واحدة، ومنها ما يتخصص في شركات من قطاع معين، كأسهم الشركات الصناعية، أو شركات النقل، ونحو ذلك . ومن الحوافز الترغيبية التي تلجأ إليها بعض البنوك التي تؤسس عدداً من الصناديق أن تتيح للمستثمر إمكانية تشكيل محفظة خاصة به تسمى ((محفظة شخصية)) بحيث تتكون من وحدات من صناديق شتى بحسب رغبة المستثمر". [189]

5 – قيم الوحدات الاستثمارية : للوحدة الاستثمارية ثلاث قيم مختلفةبيانها فيما يلي[190]

الأولى: قيمة الإصدار: وهي القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب المبدئي.

الثانية: القيمة الحقيقية:وهي صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق وفق القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وقت إجراء الحساب مخصوماً منها أي التزامات أو أتعاب إدارية أو مصروفات مستحقة على الصندوق .

الثالثة: القيمة السوقية:

أ) القيمة السوقية للصناديق المغلقة :

هي القيمة التي تباع بها الوحدة في السوق المالي، متأثرة بالعرض والطلب وغير ذلك من اعتبارات السوق.

ب) القيمة السوقية في الصناديق المفتوحة:

هي القيمة المحددة بقسمة الأصول الصافية للصندوق على عدد الوحدات وقد تتفاوت قيمة الصك بين يوم وآخر لأنّه ليس لها رأس مال محدد، ومسموح فيها دخول وخروج المستثمرين، ولكن لا يسمح ببيع أو شراء الوحدة الاستثمارية إلا من مدير الصندوق، وهو المتعهد بالشراء وفق نشرة الاكتتاب .

6- الرسوم والمصاريف الإدارية:

أ- رسوم الإصدار: وهي رسوم بنسبة معينة من صافي قيمة الاشتراك[191]، ويدفعها المستثمر مرة واحدة في بداية اشتراكه ،

ب- رسوم الإدارة: وهي رسوم للمدير بنسبة معينة من صافي قيمة الأصول مقابل إدارته للصندوق.

يضاف إلى صافي قيمة الاشتراك لكل وحدة عشرة فلوس ،ويكون ما يدفعه المشارك عند الاكتتاب لألف وحدة مثلاً

1000د.ك + 10 د.ك رسوم = 1010 د.ك ألف وعشرة دنانير .

ج- رسوم الأداء: رسوم إضافية يقتطعها المدير إذا زادت أرباح الصندوق عن نسبة معينة.

د – رسوم الاسترداد: وهي الرسوم التي يدفعها المستثمر إذا ما رغب في بيع وحدته الاستثمارية على الصندوق.

ملاحظة : من مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية أن الالتزامات المالية المترتبة عليها لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من الأصول المستثمرة فيها، وسبب ذلك أن هذه الالتزامات لاتعدو كونها مصاريف إدارية، وهي محدودة بنسبة معنية من الأصول القائمة .

7- انتهاء الصندوق وتصفيته:

ينتهي عمر الصندوق بانتهاء الفترة الزمنية المحددة له في نشرة الاكتتاب، وإذا لم يكن له نهاية محددة فإنه يظل باقياً حتى يقرر مدير الصندوق إنهاؤه في الوقت الذي يراه. وعند انتهاء الصندوق يتم تصفية أصوله وتأدية التزاماته، وتوزيع ما يتبقى من حصيلة هذه التصفية على المستثمرين بنسبة ما يتبقى لكل مشارك من وحدات [192]

المبحث الرابع

الجوانب الفنية في الصناديق

بعد الانتهاء من دراسة للجدوى ووضع النظام الأساسي وبيانات نشرة الإصدار وحصول الموافقة بالترخيص من الجهات للرقابية لإنشاء الصندوق الاستثماري عند ذلك تبدأ المرحلة الأولى وما بعدها وبيان ذلك فيما يلي :

أولاً - مرحلة طرح الاكتتاب، وإجراءات الاكتتاب:

يكون طرح الإصدار لجمهور المستثمرين، بعرض جميع المستندات والبيانات المتعلقة بالإصدار، ودعوة المكتتبين للاشتراك في الصندوق.ويتحدد لكل إصدار تاريخ بداية الاكتتاب ونهايته، وعادة لا تقل فترة الاكتتاب عن خمسة عشر يوماً ونجدها في الواقع العملي تصل أحياناً إلى شهر أو أكثر بحسب نوعية الصندوق وطبيعته وحجمه.

وقد حددت قوانين إنشاء الصناديق الاستثمارية بالتعليمات التالية [193] :

أ) إجراءات الاكتتاب:

1- يجري الاشتراك في الصندوق لدى البنك أو الجهة التي تتلقى طلبات الاشتراك وتودع الأموال التي يتم تلقيها في حساب خاص يفتح باسم الصندوق، وتسلم هذه الأموال إلى أمين الاستثمار بعد استكمال إجراءات إنشاء الصندوق .

2- يتم الاشتراك في الصندوق على النموذج المعتمد لهذا الغرض،ويجب أن يتضمن هذا النموذج اسم الصندوق، وقيمة المبلغ المطروح للاكتتاب، أو حدود رأسماله، واسم مدير الصندوق، واسم أمين الاستثمار، واسم المشترك وعدد الوحدات التي يريد الاشتراك بها وقيمتها ، وإقراراً موقعاً بقبوله لنظام الصندوق .

3- على البنك أو الجهة التي تتلقى طلبات الاشتراك أن تسلم المشترك إيصالاً موقعاً منها يتضمن اسم المشترك وعنوانه وتاريخ الاشتراك، وعدد الوحدات التي اشترك بها وقيمتها .

يظل باب الاشتراك مفتوحًا طوال المدة المحددة للاكتتاب،ولا يجوز قفل باب الاشتراك إلا بعد انتهاء هذه المدة، فإن لم تتم تغطية جميع الوحدات

جاز لمدير الصندوق الطلب من الجهة الرقابية التمديد لفترة مماثلة مالم يقم هو بتغطية قيمة الوحدات التي لم يتم الاشتراك بها .

ب) إجراءات الفرز والتخصيص [194]

يجب على مدير الصندوق أن يقوم بفرز طلبات الاشتراك، وإجراء عملية التخصيص خلال خمسة عشر يوماً على الأكثر من تاريخ قفل باب الاشتراك،وإذا زادت طلبات الاشتراك عن عدد الوحدات المطروحة فيجب أن يوزع ما زاد منها على المشتركين كل بنسبة ما اشترك به .

كما يجب أن ترد للمشترك المبالغ الزائدة عن قيمة ماتمّ تخصيصه له من الوحدات خلال ثلاثين يوماً من تاريخ انتهاء إجراءات التخصيص .

ج) حالة زيادة مبالغ الاكتتاب : إذا زادت مبالغ الاكتتاب عن رأس للمال المطروح فإنَّه يجوز لمدير الصندوق بعد الحصول على موافقة وزارة التجارة والبنك المركزي أن يزيد رأس مال الصندوق عن الحد الأقصى بشرط ألا تكون الزيادة أكثر من عشرة بالمائة من عدد الوحدات التي تم طرحها للاشتراك" [195] .

والجدير بالتنويه أنّ جهة الإصدار بصفتها المضارب في كثير من الصناديق تسعى إلى تأمين تغطية كاملة لرأس مال الصندوق من قبل مؤسسات مالية أخرى مستعدة لذلك التعهد .

سواء بشكل كلي أو بالالتزام بتغطية جزء من الوحدات غير المغطاة من قبل الجمهور، وتلجأ جهات الإصدار إلى الحصول على هذا التعهد خصوصًا في الصناديق التي يكون فيها رأس المال محدداً منذ البداية، وأن أي تأخير في بدء نشاط الصندوق قد يحدث آثارًا غير محمودة من حيث النتائج.

لذلك تلجأ إدارة الصندوق إلى بيع مكونات الصندوق إلى المؤسسة المتعهدة بتغطية الاكتتاب، وبشرط أن تكون مكونات هذا الصندوق موجودات مختلطة تقبل البيع ،أي أنها تشتمل على أعيان (عقارات وسلع) ومنافع(إجارة وخدمات).ويكون هذا البيع على أساس الوضيعة أي (بسعر أقل من القيمة الاسمية) وبعد تملك تلك الجهة

المتعهدة بالتغطية لمكونات الصندوق، تقوم بتوكيل الجهة المصدرة ببيع وتسويق وحدات الصندوق لصالح المكتتبين. وتجري العملية بخطوات وفق تفاهم وإجراءات معهودة وفق مايلي:

1- يتم إبرام عقد بيع تام ونهائي بين جهة الإصدار والمؤسسة المالية.
2- تقوم المؤسسة المالية بتوكيل شركة مستقلة عنها لطرح وحدات الصندوق للاكتتاب العام وتسويقه على جمهور المكتتبين بسعر متفق عليه وهو السعر الاسمي.وهذا ماذهبت إليه قرارات هيئة الفتوى والرقابة لشركتي التوفيق والأمين وهذا نصه :« إذا رغبت الجهة المصدرة بإيجاد جهة تتعهد بتغطية الاكتتاب حتى لا يبقى من الإصدار شيء لم يكتتب به في موعد إغلاق الاكتتاب، فإن الطريقة التي تتبعها الشركتان – على وجه مشروع لا يحصل فيه إعطاء مقابل على ذلك التعهد – هي بيع جميع أسهم الإصدار إلى الجهة المتعهدة بتغطية الاكتتاب،وذلك بأقل من القيمة الاسمية لأسهم الإصدار، فيتحقق من تلك العملية هامش ربح للجهة المتعهدة بالتغطية حيث تبيع الأسهم بالقيمة الاسمية عن طريق جهة ثالثة يتم توكيلها بعمولة معينة،باعتبار أنَّ مكوناته تشتمل على أعيان كثيرة تعتبر هي المقصودة وتعتبر النقود والديون تابعة غير مقصودة،وتستمر جهة الإصدار بتسويق باقي الوحدات للراغبين في الاكتتاب فإذا لم يتم بيع شيء من هذه الوحدات يبقى الجزء غير المغطى في ملكية المؤسسة المالية المتعهدة[196] » أهـــ .

د) تخفيض رأس مال الإصدار:

قد تقوم جهة الإصدار بتخفيض رأس مال الإصدار أو الصندوق إلى الحد الذي تمت تغطيته من طرف جمهور المكتتبين، وهو ما يجنب جهة الإصدار البحث عن متعهد للتغطية فيمكن تخفيض رأس مال الصندوق وعلى هذا نص القانون:

"إذا انتهت المدة المحددة للاشتراك دون تغطية جميع الوحدات التي تم طرحها جاز لمدير الصندوق أن يطلب من وزارة التجارة إنقاص رأس مال الصندوق إلى الحد الذي تمَّ تغطيته من رأس المال بشرط ألا يقل هذا الحد عن خمسين بالمائة من إجمالي قيمة الوحدات التي تم طرحها[197] .

وكان التخريج الفقهي للهيئة الشرعية للبركة في هذا أنّه : "لا مانع شرعًا من أن يكون رأس مال الصندوق المطروح للاكتتاب هو جميع ما يتم تحصيله عند الإغلاق، لأنه هو موعد بدء مفعول المضاربة الذي يجب فيه معلومية رأس المال" [198] .

أما إذا كان إجمالي قيمة الوحدات أقل من خمسين بالمائة فيجوز العدول عن إنشاء الصندوق على أن يرد للمشتركين المبالغ التي دفعوها مع عوائدها خلال فترة لاتزيد عن عشرة أيام [199] .

ثانيا :تسجيل الوحدات :

تحتفظ الجهة المصدرة للصناديق عادة بسجل للوحدات يتضمن معلومات عن المكتتبين نذكر منها: اسم وجنسية المالك المسجل للوحدات القائمة،عدد الوحدات المسجلة التي يملكها كل مالك مسجل، عنوان المراسلات لكل مالك مسجل، تاريخ امتلاك الوحدات، وغيرها من المعلومات الأخرى.وتشترط لوائح الصناديق أن يتم تداول الوحدات بمعرفة الجهة المصدرة حتى تتمكن من تحويل ملكية الوحدة المتصرف فيها للمالك الجديد وتعديل السجلات المحفوظة لديها بما يفيد تغيير الملكية المسجلة. ويحل المالك الجديد للوحدة محل المكتتب الأول فتكون له جميع حقوقه وعليه جميع التزاماته.وبخصوص هذا الموضوع حددت لوائح الصناديق ما يلي[200] :

1- على مدير الصندوق أن يعد سجلاً خاصًا بأسماء المشتركين في الصندوق وجنسياتهم وعناوينهم وعدد الوحدات التي يملكونها، وتقيد في هذا السجل كافة التغييرات التي تطرأ على البيانات ويتعين عليه إبلاغ أمين الاستثمار بهذه التغيرات أولاً بأول.
2- يعتد بالبيانات المدونة في سجل المشتركين عند وجود أي اختلاف بينهما وبين البيانات المدونة في الشهادات.
3- يحفظ هذا السجل لدى جهة الإصدار ولمالكي الوحدات حق الإطلاع عليه.

وتجدر الإشارة أن عملية تسجيل ملكية الوحدات الاستثمارية وحفظ ملفاتها ووثائقها وتجديد بياناتها من الأعمال التي يجب المحافظة على سريتها، وقد تعهد هذه المسئولية أحيانًا إلى الأمين وليس لجهة الإصدار، كما أنّه

يتم التعاقد أحيانًا أخرى مع شركات متخصصة في مثل هذا الأمر مقابل عمولة عن الخدمة. وحينئذ تكون اتفاقية التسجيل جزءًا من مجموع الوثائق الرسمية المتعلقة بالإصدار أو الصندوق.

ثالثاً : الموزعون أو وكلاء الطرح :[201]

إنَّ للجهة المنشئة للإصدار لكي توسع من دائرة تداول الوحدات الاستثمارية لا تقتصر على وسائلها وإمكاناتها الخاصة فحسب، بل تستعين عادة ببعض المؤسسات المالية للإسهام معها في تسويق تلك الوحدات ليكونوا وكلاء لطرح الوحدات الاستثمارية حيث تتولى البحث عن الراغبين في استثمار أموالهم في الوحدات المطروحة ، وتسند إليها بصفتها وكيلة عن الجهة المنشئة للصندوق المهام التالية:

1- اجتذاب الراغبين ودعوتهم للاكتتاب في وحدات الصندوق الاستثمارية.
2- الإجابة عن استفسارات العملاء، وبيان طبيعة الأوراق المالية وأسسها الشرعية، وتوضيح مميزات الصناديق الاستثمارية المطروحة وخصائصها الفنية.
3- تيسير الإجراءات الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية، سواء أثناء فترة الاكتتاب أم بعدها وإعانة العملاء في ذلك حتى تسليمهم شهاداتهم الاستثمارية.
4- متابعة رغبات المستثمرين وتلبية احتياجاتهم المختلفة، بما في ذلك التوسط في تنفيذ طلباتهم لاسترداد قيمة مساهمتهم، أو لتغييرها من صندوق استثماري لآخر، أو لتحويل مستحقاتهم النهائية بالشكل والأسلوب الذي يحددونه.
5- ضبط حركة الاكتتابات والاستردادات التي تتم عن طريقهم،ومسك الكشوفات والمستندات اللازمة لذلك بالتنسيق مع الإدارات المختصة لدى جهة الإصدار.

ويحصل هؤلاء الموزعون أو وكلاء الطرح على عمولة سنوية متفق عليها هي أجرة مقابل قيامهم بمتطلبات الوكالة، وتقدر عادةً بنسبة من صافي قيمة الوحدات. وهي تُحمَّلُ على الصندوق باعتبارها من المصاريف المتعلقة بالإصدار .

رابعاً : تعيين مدير استثمار :

تتمتع جهة الإصدار (أو شركة الإدارة أو مدير الصندوق) بكامل الصلاحيات والسلطات لإدارة وتوظيف وتوجيه المال الذي يساهم به المشاركون بموجب وثيقة الاكتتاب المبرمة ولوائح الصندوق وأنظمة الإدارة المعتمدة من قبل جهات الإشراف. فهي تتقيد بما تم رسمه من أهداف وسياسات استثمارية في الوثائق الرسمية للصندوق. وعلى جهة الإصدار أن تبذل أقصى جهدها لإدارة استثمارات الصندوق على أكمل وجه في ضوء مقتضيات المهنة لتحقيق عوائد مجزية لصالح المشتركين في الصندوق.

ونظراً بأن جهة الإصدار هي المضارب فتكون مسؤولة مسؤولية الجهة المحترفة الحريصة وعندئذ لا تضمن أي خسارة مالم تكن الخسارة ناشئة عن تفريط أو تعد أو خطأ جسيم والمرجع في ذلك لأهل الخبرة في هذا المجال .

والجدير بالتنويه أنَّ الصناديق قد تشتمل على نشاطات في مجالات متعددة ولا يشترط في جهة الإصدار أن تكون متخصصة في جميع المجالات لذلك قد تعهد إلى مؤسسات متخصصة للقيام بالاستثمار – على سبيل المثال – في مجال العقارات، أو الأسهم، أو في عمليات التأجير، أو في الاستثمار في قطاع بذاته، أو في منطقة جغرافية معينة، أو في مجال تجاري،أو صناعي محدد، أو زراعي أو غير ذلك من المجالات،على أن يتم في الصناديق الاستثمارية الإسلامية الاستثمار وفق الضوابط الشرعية وتحاشي الربا والمحظورات الشرعية،وهذا ما يجري عادة حيث تقوم جهة الإصدار بأن تعهد لجهة متخصصة بإدارة جزء من هذه الأموال في الغرض المرخص لها به، ويتم ذلك بموجب تعاقد بين شركة الإدارة (جهة الإصدار) وتلك الجهة المتخصصة وتسمى (مدير الاستثمار) ويتم ذلك وفق عقود تبرم بين الطرفين تحدد حقوق والتزامات كل منهما.وهذا أمر عادة يُنصُّ عليه في النظام الأساسي ،ومنصوص عليه في قوانين إنشاء الصناديق [202] "يعين مدير الصندوق مدير استثمار في الصندوق ويعهد إليه القيام بالمهام التي يراها مناسبة والتي تتعلق

بوضع استراتيجية الاستثمار، والمساعدة في تنفيذ هذه الاستراتيجية وعمليات البيع والشراء وأية مهام أخرى يعهد له بها المدير" أ.هـ

كما تلجأ جهة الإدارة أحيانًا إلى تعيين مستشار استثمار بالإضافة إلى مدير الاستثمار، وينحصر دور المستشار في تقديم المشورة الاستثمارية من حيث القطاعات الاستثمارية وإدارة الأسواق التي يستثمر فيها الصندوق، وكذلك في رسم السياسات والاستراتيجيات المرتبطة بالمنتجات المالية، والمحافظ الاستثمارية،وذلك دون مشاركتها الفعلية في التنفيذ، كما تحاول الصناديق جذب أضخم وأكبر مراكز المعلومات المشهود لها بعمق أبحاثها ودقة دراساتها، وبانتشار شبكة مكاتبها العالمية. هذا وغالبًا ما تخضع الاتفاقيات المبرمة بين جهة الإدارة ومدير ومستشار الاستثمار إلى المراجعة وضرورة الحصول على اعتماد بشأنها من قبل جهة الإشراف قبل توقيعها والشروع في تنفيذها .

ويشترط قانون إنشاء الصناديق [203] " أن تتضمن نشرة الاكتتاب اسم مدير الصندوق ونبذة مختصرة عنه،وكذلك اسم مدير الاستثمار ونبذة مختصرة عنه إذا لم يكن مدير الصندوق هو الذي سيتولى إدارة واستثمار أموال الصندوق بنفسه،وذلك ليكون المستثمرون الذين يرغبون بالاكتتاب بالصندوق على علم ومعرفة بمن سيتولى إدارة أموالهم،ويكون مدير الصندوق مسؤولاً عن إدارة واستثمار أموال الصندوق سواء كان يقوم بالإدارة بنفسه،أومن خلال مدير استثمار وفق نظام الصندوق وتعليمات جهة الإشراف،ويكون مدير الصندوق أومن يفوضه يمثل الصندوق أمام القضاء،وأمام الغير،ويلتزم مدير الصندوق بإدارة أموال الصندوق من خلال جهاز يتمتع بكفاءة، ويجب أن يوفر لهذا الجهاز أكبر قدر من الاستقلال في إدارة استثمارات الصندوق، ويكون مسؤولاً تجاه جهة الإشراف ومالكي الوحدات عن أية مخالفات أو أضرار نتيجة مخالفة نظام الصندوق،أو أحكام القانون،أو إساءة استعمال الصلاحيات المخولة له، أو نتيجة الإهمال الجسيم.

كما يجب على مدير الصندوق تقديم تقرير عن نشاط الصندوق كل ثلاثة شهور يوضح المركز المالي للصندوق،وأن يكون التقرير تمت مراجعته

من مدقق الحسابات ويرسل التقرير إلى جهة الإشراف،ويسمح للمشتركين الإطلاع عليه،وفي حال وقوع مخالفات لنظام الصندوق أو القانون يكشف عنها التفتيش الدوري فيعاقب على حسب درجة المخالفة،إما بتوجيه إنذار،أو عزل مدير الصندوق وتعيين مدير آخر،أو تصفية الصندوق "أ.هـ.

الفصل الرابع

الأوراق المالية والتجارية التقليدية وأحكامها وبدائلها الشرعية

ويشتمل على أربعة مباحث في بيان كلٍّ من :

المبحث الأول : الأوراق المالية ـــ أنواعها ـــ خصائصها .

المبحث الثاني: الأوراق التجارية ـــ أنواعها ـــ خصائصها.

المبحث الثالث :الأحكام الشرعية للأوراق المالية والتجارية .

المبحثالرابع : البدائل الشرعية للأوراق المالية والتجارية التقليدية.

المبحث الأول

الأوراق المالية ـــ أنواعها ـــ خصائصها

تعتبر الأوراق المالية هي معظم مكونات الصناديق الاستثمارية المنتشرة في الأسواق المالية التقليدية،والأوراق المالية المتداولة نوعان ،وإليك بيان ما يتعلق بكل نوع منها فيما يلي :

أولا) الأسهم ثانيا) السندات

أولاً: الأسهم: وهي جمع سهم وإليك تعريفها، وبيان خصائصها، وأنواعها، وأهميتها فيما يلي:

أ) تعريف السهم : السهم في اللغة : النصيب [204] وفي المصطلح الفقهي: هو الحصة الشائعة في الشيء المشترك.

أما التعريف الدارج للسهم في الأسواق المالية فهو الوثيقة التي تصدرها الشركة المساهمة والتي تمثل حق المساهم في مقدار ما يملكه من الشركة.

ب) خصائص الأسهم[205] :

(1) السهم يمثل حصة شائعة في صافي موجودات الشركة العينية والنقدية والحقوق المالية .

(2) تتساوى قيمة الأسهم،ويترتب على ميزة تساوي القيمة لكل سهم من الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم لصاحبه،وهو الحق في الأرباح،والتصويت وناتج التصفية عند الإفلاس وكذلك الالتزامات الناشئة عن ملكية السهم.

(3) يتميز السهم بقابليته للتداول بالطرق التجارية ويُهدى ويُرهن...

الخ،كما يحق لمالكه التنازل عنه لغيره بعوض أو بغير عوض.

(4) تكون مسئولية الشركاء موزعة بحسب قيمة السهم،فلا يسأل أحد منهم عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها .

(5) عدم قابلية السهم الواحد للتجزئة،فإذا توفي أحد الشركاء عن سهم واحد وورثته متعددون أصبحت ملكية السهم مشاعة بين الورثة،ويجب عليهم أن يختاروا ممثلاً عنهم في الجمعية العمومية للمساهمين،ليباشر الحقوق المتصلة بالسهم الموروث .

ج) حقوق مالك الأسهم[206] : يثبت لمالك الأسهم حقوقاً تتلخص فيما يلي:

أ) حق الحصول على الأرباح المتحققة .

ب) حق الحصول على ما يوازي القيمة الحقيقية للسهم من موجودات الشركة عند حلها.

ج) حق التصويت في الجمعية العمومية .

د) حق مراقبة أعمال الشركة ومحاسبتها .

ه) حق أولوية الاكتتاب إذا طرحت الشركة أسهماً جديدة .

و) أنواع الأسهم[207] :

تنقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة بحسب طبيعة كل نوع ، وبيان ذلك فيما يلي:

1) من حيث الحصة التي يدفعها الشريك: فقد تكون أسهماً نقدية : وهو أنيدفع قيمة الأسهم التي يرغب تملكها نقداً.أوقد تكون أسوما عينية وذلك بأن يكون ما يقدمهعيناً من عقار أو منقولشريطة قبول الشركة حيث يتم تقييمه وتكون ملكيته في أسهم الشركة بالمبلغ الذي تمَّ تقييم العقار به.

2) من حيث الشكل الذي تظهر به تنقسم إلى:

1- الأسهم الاسمية : وهي الأسهم التي يسجل في صكها اسم مالكها،وتنتقل ملكية هذه الأسهم من شخص لآخر بالقيد في سجلات الشركة .

2- الأسهم لحاملها :

3- وهي أسهم لا يسجل على صكوكها اسم صاحبها،بل يكون مالكها من يحملها

وقد نصت جميع القوانين التجارية العربية [208] على أن تكون جميع الأسهم اسمية، ولا يجوز أن تكون أسهماً لحاملها.

3 – السهم الإذني أو للأمر:
وهو ما يسبق اسم صاحبه بعبارة لإذن/ أو لأمر، ويتم تداولها ونقل ملكيتها عن طريق التظهير كما هو الحال في الشيكات .
ج) ومن حيث الحقوق التي تعطيها لصاحبها تنقسم إلى قسمين :
1) أسهم عادية :
وهي التي تتساوى في قيمتها في جميع حقوقها وعلاقاتها مع الشركة من حيث مشاركتها في الجمعية العمومية والتصويت،والأرباح،وحقوقها عند تصفية الشركة.
2) أسهم ممتازة [209]:
وهي الأسهم التي تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية،وذلك لأن الشركة قد ترغب في زيادة رأس مالها،فتعطي الأسهم الجديدة امتيازات لا تتمتع بها الأسهم القديمة لترغيب الجمهور للاكتتاب بها،ومن هذه المزايا حق الأولوية في الحصول على الأرباح كأن تختص الأسهم الممتازة بحصة في الربح لاتقل عن خمسة بالمائة من قيمتها،وتوزع باقي الأرباح على الأسهم جميعاً بالتساوي،أو استيفاء فائدة سنوية ثابتة،سواء ربحت الشركة أم خسرت، ومنها حق استعادة قيمة الأسهم بكاملها عند تصفية الشركة قبل إجراء أي قسمة بين سائر المساهمين،ومنها أن يكون للسهم الممتاز أكثر من صوت واحد في الجمعية العمومية ، والأسهم بنوعيها قابلة للبيع والشراء،ولصاحب السهم حق اقتسام موجودات الشركة عند حلها،وذلك لأنّه صاحب حصة في رأس المال،فإذا صفيت الشركة كان حقه متعلقاً بموجوداتها لأنّه نماء رأس المال .
5) الأهمية الاقتصادية للأسهم[210] :
تمتاز صيغة الاستثمار من خلال الأسهم بقدرة جيدة على جمع رأسمال كبير من خلال مساهمات صغار المدخرين الذين لايمكن لهم الاستثمار مباشرة.
ومن جهة ثانية تمثل المسؤولية المحدودة حافزًا لدى الأفراد حيث يعلمون أن ديون الشركة وخسائرها لا يمكن أن تمتد إلى أموالهم الخاصة،

فالمخاطرة في هذا النوع من الاستثمار – بالنسبة للفرد – محدودة ومسيطر عليها.

ومن جهة ثالثة تؤدي ميزة التداول إلى جعل الاستثمار – بالنسبة للأفراد – جيد السيولة(أي يمكن تنضيضه في أي وقت دون تحمل خسائر كبيرة) مما يجعل الرغبة في المشاركة في الشركة المساهمة متفوقة على صيغ الاستثمار الأخرى.

والجدير بالملاحظة أنَّ موجودات شركة الأسهم يعتمد على طبيعة نشاط الشركة ولكنها لا تخرج عن أن تكون مكوناتها هو المبين فيما يلي :

(أ) أعيان: مثل مبنى الشركة وأثاثاتها والأجهزة المكتبية وأدوات الإنتاج المملوكة لها والسيارات والمخزون من البضائع والمواد وما إلى ذلك.

(ب) نقود: النقد في صناديق الشركة والحسابات الجارية في المصارف.

(ج)ديون : تكون ناتجة عن بيع السلع والخدمات بالأجل أو سندات دين حكومية أو خاصة أو غير ذلك من الديون المستحقة للغير.

(د) موجودات أخرى: مادية مثل أسهم الشركات الأخرى إذ قد تمتلك الشركات أسهمًا لشركات أخرى على سبيل استثمار أموالها الفائضة، أو معنوية مثل الاسم التجاري وحقوق الاختراع، والطبع والتأليف والنشر... الخ.

6) أما بالنسبة لتقويم موجودات الشركة المساهمة :

نظراً لكون السهم يمثل حصة مشاعة في موجودات الشركة. فالذي يحصل من واقع التعاملات في الأسواق المالية أنَّه يصبح لهذه الموجودات قيم مختلفة بيانها فيما يلي[211] :

أ) القيمة الاسمية : أي القيمة التي دفعت لامتلاكه ابتداءً .

ب) القيمة الحقيقية : وهي النصيب الذي يستحقه السهم من صافي أموال الشركة من منقولها وعقارها،وتقاس بناءً على تمكنها في السوق وتحقيقها لنجاحات ونمو وسمعة فعلى سبيل المثال الشركة التي تمتلك عمارة وكانت قد اشترتها بمليون دينار فإنها تسجل في دفاترها بهذه القيمة. ولكن بعد عدة سنوات قد ترتفع في الثمن السوقي لتصل لأضعاف تلك القيمة.

ج) القيمة السوقية : وهي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع وذلك حسب الرغبة وإقبال الناس على الشراء أو الإحجام عنه وهذا يتفاوت بحسب ظروف الأسواق المالية حيث تمر الأسواق بفترات رواج وأحياناً فترات كساد .

د) القيمة الإصدارية : تلجأ الشركات في كثير من الأحيان إلى إصدار أسهم تباع بأقل من قيمتها الاسمية كأن تكون قيمةُ السهم الاسمية أربع دنانير ويكون السعر السوقي قريب من ذلك وتحتاج الشركة إلى زيادة رأس المال ، فتصدر الشركة السهم بقيمة ثلاثة دنانير وذلك للترغيب بشراء الأسهم لزيادة رأس مال الشركة .

والجدير بالتنويه بأنه للمستثمر الحق في التعرف على نوع موجودات الشركة ونشاطاتها وبذلك يستطيع المستثمر تحديد موقفه من الشركة إذا كان من نشاطاتها تعاملات محرمة ليتعامل معها على بصيرة ،وذلك لأنَّ حامل السهم هو شريك في أموال الشركة، وتعطيه القوانين في جميع الدول كامل حقوق المالك، فله الإطلاع على دفاتر الشركة وحساباتها وإدارة الشركة ملزمة بالإجابة عن كافة أسئلته، ومنها ما يتعلق بموجوداتها ونشاطاتها وهذا الأمر وإن كان ممكنًا من الناحية القانونية لكنه ليس متيسرًا من الناحية العملية ، وذلك لمايلي [212] :

(أ) لصعوبة ذلك على المستثمر الصغير، والغالب أن أكثر المساهمين لا يمتلكون إلا نسبة ضئيلة من الأسهم فالحصول على المعلومات يتضمن تكاليف متعددة مثل تكاليف الانتقال والاتصال... إضافة إلى الوقت.

(ب) لأنَّ أوضاع الشركات وموجوداتها ونشاطاتها ليست جامدة، بل تتغير بصورة مستمرة بحيث يقتضي التحقق من المعلومات دوام الإطلاع على وثائق الشركة وهو أمر بيِّن الصعوبة.

وتلزم قوانين الدول الشركات المساهمة بنشر ميزانياتها السنوية وحساب الأرباح والخسائر وتقديم تقرير سنوي عن نشاطها إلى جمعيتها العمومية،والأرجح أن تتضمن هذه الوثائق معلومات إضافية عن موجودات الشركة ونشاطها.

7) تكوين الشركة المساهمة[213]:

يتم – في أكثر قوانين الدول – تكوين الشركة المساهمة عن طريق اختمار الفكرة لدى عدد من المستثمرين يسمون"المؤسسين" يكتبون بينهم مسودة النظام الأساسي الذي يحدد نشاط الشركة ونطاقها ورأسمالها ومدتها،ثم يسعون إلى الحصول على الترخيص من الجهات المعنية بإنشائها، وذلك بعد إيداع جزء من قيمة الأسهم في أحد المصارف ، والحصول على شهادة من البنك بذلك ، ومن ثمَّ يتم القيام ببقية الإجراءات المطلوبة لتقوم الشركة بعد ذلك يطرح أسهمها للاكتتاب، أي عرضها للبيع على الجمهور، فإذا تم الاكتتاب بالحد الأدنى المطلوب قانونيًا – أي بيع من أسهمها ما يكفي لقيامها – أو أكثر منه تم التسجيل النهائي لها كشركة مساهمة.

8) إصدار الأسهم:

" لكل سهم قيمة اسمية تكتب عليه وهي تعادل حصة من رأس المال، ويكون مجموع القيم الاسمية هو رأس المال المصرح به. ثم تطرح الأسهم للاكتتاب العام وتقدم للمكتتبين من خلال نشرة تبين شروط الإصدار وأهداف الشركة ومدتها ونشاطاتها والمؤسسين لها، وتنشر شروط الإصدار في الصحف بشكل ملزم قانوناً.

وبمجرد انتهاء عملية الاكتتاب لا يعود للقيمة الاسمية للسهم أية أهمية فهي لا تعني أن المستثمر يملك رأسمال مساو لها، ولا أن المبلغ يستحق له في يوم من الأيام، ولا أن أي جهة تضمن شراء السهم بتلك القيمة.

إن سعر السهم يتحدد في السوق، وهو ربما يصل إلى أضعاف تلك القيمة الاسمية وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط، وهذا يتعلق بنشاط الشركة وسمعتها والديون المترتبة عليها وتوضيح ذلك فيما يلي:

9) العوامل المؤثرة على السعر فبيانها فيما يلي:

(أ) قوى العرض والطلب، فإذا زاد المعروض من أسهم شركة عن الكمية المطلوبة أدى ذلك إلى اتجاه أسعارها إلى الانخفاض والعكس صحيح.

(ب) المركز المالي للشركة، فالتوقعات تؤثر على اتجاه الأسعار فإذا توقع المستثمرون أن شركة ما ستحقق أرباحًا أعلى في المستقبل، أو أن أسهمها ستصبح ذات سعر أعلى يدفعهم ذلك إلى زيادة الطلب وغالبًا ما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.

(ج)ومن الأوضاع التي تؤثر على سعر الأسهم كثرة ديون الشركة إذ كلما زادت تلك الديون توقع المستثمرون تدنيًا في قدرتها على تحقيق الأرباح مستقبلاً ومن ثم إلى انخفاض أسعار أسهمها.

(د) الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيه الشركة وللبلاد بصفة عامة.

(ه) العائد المتوقع من فرص الاستثمار الأخرى" أ.هـ[214] .

ثانياً : السندات [215]

أ) تعـريف السـند: السند وثيقة قابلة للتداول تصدره الشركات يمثل قرضاً طويل الأجل،ويعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام، ويخول مالكه الحصول على فوائد ثابتة تؤدي قبل توزيع الأرباح على المساهمين،فضلاً عن استيفاء قيمة السند عند حلول الأجل،أوعند التصفية قبل الأسهم أيضاً. وليس لصاحب السند التصويت،وتعد السندات بمثابة اتفاق للإقراض بفائدة بين جهة الإصدار وبين من يملك السند،وقد يتضمن الاتفاق رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد .

ب) أنواع السندات :

1- سندات الحكومة(أذونات الخزينة):

وهي وثائق تصدر مقابل قروض تحصل عليها الحكومة وهي تمثل مديونية الحكومة للمقرض أو صاحب السند، ولها أنواع: فمنها ما هو قصير الأجل ومنها ما هو طويل الأجل. ومنها ما يوزع فوائد دورية، ومنها ما لا يوزع فوائد وإنما يباع عند الإصدار بخصم يعادل الفوائد،وهي في العادة قابلة للتداول بالبيع.

وأهم ما يؤثر على سعرها في السوق عاملان هما: مقدار الفائدة التي تلتزم الحكومة بدفعها في السند، وسعر الفائدة السائد في السوق، إضافة إلى القيمة الاسمية للسند،وتاريخ استحقاقه.

الألفاظ التي تطلق على السندات :

وتتخذ هذه السندات أسماء متعددة. فمنها ما يسمى سندات الحكومة، ومنها ما يسمى أذونات الخزينة، ومنها ما يسمى بسندات البلديات أو سندات الحكومات المحلية حسب الجهة المصدرة لها، وغالباً ما تطرح السندات باسم شهادات استثمار، أو سندات الاستثمار،أو شهادات الادخار،ويكون الإعلان عن عوائدها بأحد الأشكال التالية:

أ- شهادات استثمار ذات طبيعة متزايدة : وهي الشهادات التي يبقى المال فيها لدى المصرف لمدة طويلة تصل إلى عشر سنوات،وتكون الزيادة تصاعدية على المال والفائدة،حتى يصبح أصل المال بعد سنوات أضعافاً مما دفعه صاحب الشهادة .

ب-شهادات استثمار ذات عائد جار بفوائد سنوية .

ج-شهادات استثمار ذات قيمة متزايدة ويجري عليها اليانصيب (إعطاء جوائز لحملة الشهادات)

د- الشهادة ذات العائد المتغير،كأن تكون في الستة الأشهر الأولى بعائد،ثم الستة الأشهر التالية بمزايا أخرى ، ثم بعد ذلك تنقلب سنداته إلى أسهم .

وهكذا يبتكر مروجوا السندات حوافز بأساليب متجددة ومتنوعة وعديدة لترغيب الجهات للإقبال على شراء السندات، وذلك قد يكون لتوفير سيولة مالية تسد عجزاً لفترة ما ، أوتلبية لسياسة مالية يراها البنك المركزي ، أو للتوسع في نشاطات الجهة المصدرة للسندات ، أو نحو ذلك .

2- سندات الشركات:

تسمح القوانين عادة للشركات بإصدار سندات مقابل قروض تحصل عليها من الناس، ولها أنواع عديدة حسب طريقة دفع الفوائد،وأجل القرض وغير ذلك.

والسندات بجميع أنواعها تتسم بأنها وثائق تمثل مديونية الشركة تجاه صاحب السند، وتعبر عن التزام الشركة المدينة بدفع القيمة الاسمية للسندعند استحقاقه، والفوائد المترتبة عليه في مواعيدها، وكثيراً ما يدعم القرض برهن أو ضمان. ويتم تداولها بالبيع مثل سندات الحكومة.

وتنقسم السندات تبعاً للحقوق الناشئة عنها إلى أنواع يمكن إيجازها في مايلي:

1- سند العلاوة: وهي السندات التي تخفض عند شرائها عنقيمتها الأصلية للتشجيع مع دفع قيمتها عند الاستهلاك، أي عند تصفيته وإنهائه.

2- سند النصيب بفائدة: وهذا السند الذي يصدر بقيمة اسمية وتحدد له فائدة ثابتة، مع إجراء القرعة كل عام لإخراج عدد من السندات تدفع لأصحابها مع قيمتها مكافأة جزيلة. وتجرى قرعة لتعيين السندات التي تستهلك بدون فائدة، وهذا النوع من أنواع اليانصيب قد منعته بعض القوانين.

3- سند النصيب بدون فائدة : وهو السند الذي يسترد صاحبه قيمته إن لم يفز بالقرعة.

4- السند المضمون: وهو السند الذي تقترح الشركة أوالمؤسسة المصدرة له ضماناً عينياً للوفاء به.

5- السند العادي : هو السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر الذي ترد قيمته الاسمية عند استهلاكه.

6- السندات القابلة للتحول إلى أسهم: وتعطي الحق لصاحبها بطلب تحويلها إلى أسهم متى رغب ذلك..

والجدير بالتنويه هنا أنّه ثمة بدائل شرعية لهذه السندات وهي الأوراق المالية الإسلامية وتقوم على أساس مشاركة،أو مضاربة، أو إجارة، وجرت المؤسسات الاستثمارية الإسلامية بتسميتها "صكوك" لتمييزها عن السندات الربوية السابقة المستخدمة من المؤسسات غير الملتزمة بالأحكام الشرعية ويأتي بيانها في الفصل السادس من هذه الأطروحة

ج) خصائص السندات:

للسند خصائص مميزة له وهي :

1- يمثل السند ديناً على الشركة فإذا أفلست الشركة سقط أجل الدين واشترك حامل السند مع باقي الدائنين

2- لحامل السند حق الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية . قبل السهم .

3- يستوفي حامل السند فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم خسرت .

4- يجوز أن يشترط حامل السند نسبة مئوية في الأرباح، ولا يعتبر

مساهماً لأنّه لايحقُّ له التدخل في إدارة الشركة .

5- لا يشترك حامل السند في الجمعية العمومية للمساهمين ولا يجوز للجمعية العمومية أن تعدّل التعاقد،ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد .

6- يكون السند قابلاً للتداول كالسهم .

7- يحق لحامل السند المطالبة بإشهار إفلاس الشركة إذا توقفت عن دفع الدين مع فائدته في موعد الوفاء المحدَّد .

المبحث الثاني

الأوراق التجارية ـ أنواعها ـ خصائصها

الأوراق التجارية[1]:

تعتبر الأوراق التجارية في مقدمة الوسائل القانونية للائتمان التجاري ،وإليك توضيح حقيقتها وتعريفها، وخصائصها ووظائفها، وأنواعها، وحكم التعامل بها .

أ) حقيقة الأوراق التجارية:

الأوراق التجارية:هي وثائق تمثل مديونية نشأت عن بيع أو التزام تجاري آخر نحو الضمان،وهي صكوك ثابتة قابلة للتداول بطريق التظهير تمثل حقاً نقدياً، وتستحق الدفع بمجرد الإطلاع عليها، أو بعد أجل قصير، ويجري العرف على قبولها كأداة للوفاء بدلاً من النقود، ويمكن نقل ملكية الورقة التجارية من المظهر إلى المظهر إليه، أو توكيل المظهر إليه بقبض قيمة الورقة، أو رهنها لدى المظهر إليه، وقد يكون، التظهير مخصصاً باسم معين، وقد يكون على بياض دون ذكر اسم معين.

ب) تعريفها :

الورقة التجارية هي صك مكتوب،وفق شكل حدده التشريع أو العرف يرد على حق شخصي موضوعه دفع مبلغ معين من النقود يستحق الأداء في أجل قصير أو بمجرد الإطلاع، وقابل للتداول بالطرق التجارية، وجرى العرف التجاري على استعماله أداة للوفاء

ج) خصائصها:

1 – هي صك يمثل حقاً شخصياً موضوعه دفع مبلغ معين من النقود .

2– قابلة للتدلول بالطرق التجارية كالتظهير .

3– تمثل حقاً يستحق الأداء بعد أجل قصير،أو بمجر الإطلاع عليها

4– تقبل في أداء الالتزامات والوفاء بالديون

د) وظائفها : تقوم الأوراق التجارية بالوظائف التالية [216] :

1– الأوراق التجارية أداة وفاء للديون، فيستطيع الدائن بها أن يقتضي حقه نقداً عن طريق خصمها لدى البنك .

2- تؤدي عمل الائتمان،فيستطيع التاجر أن يسحب بضاعة من تاجر الجملة بقيمة الورقة التجارية التي وضعها عنده .

3- الأوراق التجارية تقلل من استعمال النقود وهذا يحد من التضخم .

4- الأوراق التجارية تفسح للمدين الاستفادة من الأجل الذي حصل عليه

هـ) أنواعها :

تقتصر الأوراق التجارية على الكمبيالة، و السند الإذني، و الشيك[217] وفيما يلي بيان لكل نوع :

1- **الكمبيالة (*BillofExchange*):**

الكمبيالة هي عبارة عن وثيقة يكتبها المشتري للبائع في بيع مؤجل، ويعترف فيها بأنه وجب في ذمته ثمن المبيع، وأنه يلتزم بأدائه في تاريخ آجل.

ويعرفها أهل القانون بأنها " صك قابل للانتقال بالطرق التجارية يقوم مقام النقود في التعامل ويرد على مبلغ معين يستحق الدفع عادة بعد أجل قصير"

وتحدد القوانين المنظمة لتداول الأوراق التجارية شكل هذه الورقة والمعلومات الأساسية التي يجب أن تدون فيها، مثل مبلغ الدين وتاريخ الاستحقاق وتوقيع المدين،وتعتبر هذه الشكليات مهمة لتوفر الحماية القانونية للورقة التجارية.

والكمبيالة تتضمن ثلاثة أطراف [218] :

الأول : الساحب : وهو الذي يصدر أمراً لغيره بدفع مبلغ معيَّن من النقود عند الإطلاع،أو في تاريخ معيَّن لشخص ثالث .

(3) **المعاملات المالية المعاصرة**،د. محمد عثمان شبير،ص 244،مرجع سابق، الأوراق التجارية،محمود بابلي،ص12المرجع نفسه،النقود والمصارف في النظام الإسلامي،د.عوف محمود الكفراوي، ص140،دار الجامعات المصرية،الإسكندرية، 1407 / 1997.

والثاني :المسحوب عليه وهو الملتزم بدفع المبلغ المعين لحامل الكمبيالة .

والثالث : المستفيد وهو حامل الكمبيالة الذي يستحق الحصول على المبلغ المعين في الوقت المحدد .

وقد كثر استعمال الكمبيالة في التعامل التجاري بسبب انتشار البيع بالتقسيط،حتى لا تكاد تجد صاحب محل تجاري كبير لا يحتفظ بمجموعة من نماذج هذه الورقة المعدة مسبقاً لكي تملأ بياناتها من قبل المشتري عند شرائه بضاعة يتفق على دفع ثمنها على أقساط .

كما أن استعمال الكمبيالة لا يقتصر على مجال التعامل التجاري فقط،وإنما تستعمل أيضاً في القروض فيطلب الدائن من المدين أن يحرر له كمبيالة يتعهد بموجبها الوفاء بالمبلغ الذي استدانه في أجل معين هو أجل حلول الدين .

2- السند الإذني [219] : (السند لأمر)

هو صك مكتوب وفق شكل حدده القانون يتعهد فيه المقترض بدفع مبلغ معين عند الطلب،أو في تاريخ معين إلى شخص بالذات،أو لحامله،وقد يتضمن السند الإذني ذكراً لسعر الفائدة المستحقة على الدين.

والسند الإذني ورقة تجارية تتضمن طرفين :

الأول : المدين الذي تعهد بدفع المبلغ المحدد في تاريخ معين

الثاني : الدائن وهو حامل السند الذي يستحق المبلغ .

ويشتمل السند على البيانات التالية :

1- عبارة سند لإذن أو لأمر مكتوب في متن السند .
2- تعهد غير معلق على شرط بوفاء مبلغ معين من النقود يكتب بالأرقام والحروف
3- يحدد في السند مكان الوفاء،واسم من يجب الوفاء له،وتاريخ ومكان إنشائه .

والفرق بين السند الإذني والكمبيالة :

أن السند الإذني يتضمن طرفين،أما الكمبيالة فتتضمن ثلاثة أطراف،وتكون الكمبيالة غالبا بالمعاملات التجارية الدولية،أما السند الإذني فيتعلق بالمعاملات الداخلية المحلية.

3) الشيك [(1)] :

هو وثيقة يتضمن أمراً للمصرف أن يدفع المبلغ المحرر في الشيك لشخص معين أو لإذنه أو لحامله بمجرد الإطلاع .
والشيك له ثلاثة أطراف :
الأول الساحب وهو الذي يصدر الشيك ويوقعه .والثاني : البنك ، والثالث : المستفيد الذي سيحصل على المبلغ المدون في الشيك .
ويختلف الشيك عن الكمبيالة فيما يلي:

1- الشيك قد يكون أداة وفاء يستحق الدفع فوراً بغض النظر عن التاريخ المسجل على الشيك،وقد يكون أداة ائتمان لا يستحق الدفع إلا في التاريخ المسجل على الشيك حسب قوانين معظم الدول .
2- أما الكمبيالة فهي أداة ائتمان لا تستحق إلا في التاريخ المسجل في الكمبيالة .
3- لا يجوز ذكر الفائدة في الشيك،ويجوز ذكرها في الكمبيالة والسند الإذني .
4- يشترط في إصدار الشيك وجود رصيد في البنك لمن أصدره،في حين لا يشترط ذلك في إصدار الكمبيالة .

ويجري التداول بالأوراق التجارية،في الصناديق الاستثمارية التقليدية وهي في حقيقتها وثائق ديون بفوائد محددة مسبقاً،ويجري على هذه الأوراق التجارية عملية تسمى " خصم الأوراق التجارية" أي عندما يرغب صاحب الأسهم في هذه الصناديق بيع أسهمه يتم خصم معين يمثل فائدة من القيمة عن المدة الواقعة بين تاريخ الخصم وموعد الاستحقاق،وذلك بالإضافة إلى عمولة ومصاريف تحصيل،ويسمى مجموع ذلك " بسعر الخصم " والأولى استعمال كلمة " حسم" لأنّها بمعنى قطع .
وخلاصة القول : إنّ سعر الحسم حسب المدة يؤخذ بعين الاعتبار لدى تقدير قيمة السهم عندما يقرر مالك الأسهم بيعها للحصول على السيولة النقدية قبل حلول الأجل سواء لدى البنوك،أو في سوق النقد.

المبحث الثالث

الأحكام الشرعية للأوراق المالية و التجارية[220]:

أولاً : الحكم الشرعي لتداول الأوراق المالية :

أ) حكم بيع الأسهم وشرائها:

مادام السهم يمثل حصة مشاعة في الشركة، ومادامت الشركة موافقة للأحكام الشرعية من حيث أعمالها وأنظمتها وجميع تصرفاتهافإنَّ بيع السهم وشراؤه وهبته وتمليكه بشتى الطرق الممكنة جائز شرعاً لدى عامة الفقهاء كحصة معلومة من عقار أوغيره مادامت الحصة معلومة،وهي في السهم كذلك فيجوز ، سواء تم البيع بحسب القيمة الاسمية للسهم،أو القيمة السوقية أو أي سعر يتفقان عليه ،ولقد اتفقت أقوال الفقهاء على جواز بيع جزء مشاع في دار كالثلث ونحوه ،وبيع صاع من صبرة متساوية الأجزاء،وبيع عشرة أسهم من مائة سهم [221].

ويختلف حكم تداول الأسهم على حسب نوع نشاطات الشركة وبيان ذلك فيما يلي:

النوع الأول : أسهم شركات نصت في نظامها الأساسي أنَّ نشاطها الرئيس هو الإقراض والاقتراض بالفائدة أو أنها تتعامل بالمحرمات فهذه يحرم بيع أو شراء أسهمها .

النوع الثاني : أسهم شركات ينص نظامها الأساسي على عدم التعامل بالربا والمحرمات فهذه يجوز بيع وشراء أسهمها

النوع الثالث : أسهم شركات نشاطها الأصلي مباح كالعقار أو السلع والخدمات المباحة ولكن قد تودع بعض أموالها في بنوك ربوية بفائدة ،أو تقترض منها بفائدة كمعظم الشركات في الدول الإسلامية، والشركات في الدول غير الإسلامية مما يكون نشاطها في مجالات مباحة كالزراعة والصناعة والتجارة في المباحات .

وفي موضوع هذا النوع من الأسهم اتفق الفقهاء المعاصرون جميعاً على حرمة الإقراض أو الاقتراض الربوي ، ولكن اختلفت آراؤهم في حكم شراء أو بيع هذه الأسهم على رأيين :

الرأي الأول :

حرمة بيع أو شراء هذه الأسهم،واستدلوا لذلك بقوله ﷺ " دع ما يريبك إلى مالا يريبك " [222] وقول ابن مسعود ﷺ كنا ندع تسعة أعشار الحلال مخافة الحرام" [223]

وبقول الشافعي " وليس يحل بالحاجة محرم إلا في الضرورات من خوف تلف النفس فأما غير ذلك فلا أعلمه يحل الحاجة،والحاجة فيه وغير الحاجة سواء [224]

وقالوا أن هذا الاستثمار مصلحة تحسينية لايحل الحرام من أجل توفيرها بخلاف المصالح الضرورية ، و الحاجية [225]

الرأي الثاني :

ذهب إلى جواز شراء وبيع هذه الأسهم،واستدلوا لذلكبأن الشريعة الإسلامية مبناها على رفع الحرج ودفع المشقة، وتحقيق اليسر والمصالح للأمة، وبناءً على هذا أبيحت المحظورات للضرورة، قال تعالى ﴿فمنِ اضْطُرَّ غَيْرَ بَاغٍ وَلا عَادٍ فلا إِثْمَ عَلَيْهِ﴾ سورة البقرة:173.

وقالوا كما أن الضرورة مرفوعة كذلك نزلت الحاجة منزلة الضرورة، يقول السيوطي، وابن نجيم, وغيرهما: " الحاجة تنزل منزلة الضرورة عامة كانت، أو خاصة" ولهذا جوزت الجعالة، ونحوها[226]

ويقول الشيخ أحمد الزرقا: "والمراد بالحاجة هي الحالة التي تستدعي تيسيراً،أو تسهيلاً لأجل الحصول على المقصود فهي دون الضرورة من هذه الجهة وإن كان الحكم الثابت لأجلها مستمراً، والثابت للضرورة مؤقتا..." [227]

ويقول شيخ الإسلام ابن تيمية: "وأبيح بيع العرايا [228] عند الحاجة مع أن ذلك يدخل في الربا..." ويقول أيضاً: "الشريعة جميعها مبنية على أن المفسدة المقتضية للتحريم إذا عارضتها حاجة راجحة أبيح المحرم"ويقول: "والشارع لا يحرم ما يحتاج الناس إليه في البيع لأجل نوع الغرر، بل يبيح ما يحتاج إليه في ذلك"[229]

يقول د. محيي الدين القره داغي [230]: إنَّ المسلمين اليوم يعيشون عصراً لا يطبق فيه المنهج الإسلامي بكامله، ولا يسوده نظام الإسلام

السياسي، والاقتصادي والاجتماعي والتربوي، وإنما نعيش في عصر يسوده النظام الرأسمالي، والاشتراكي، وحينئذ لا يمكن أن نحقق ما نصبو إليه فجأة ونلكبتسيير المعاملات بين المسلمين على العزائم دون الرخص، وعلى المجمع عليه دون المختلف فيه، وعلى الحـــلال الطيب الخالـــصدون وجود الشبهة، فعصرنا يقتضي البحث عن الحلول النافعة حتى ولـــو قامـــتعلى رأي فقيه واحد معتبر ما دام رأيه يحقق المصلحة للمسلمين، بل لا ينبغي اشتراط أن نجد رأياً سابقاً، وإنما علينا أن نبحث في إطار المبادئ والأصول العامة التي تحقق الخير للأمة، بما لا يتعارض مع نص شرعي ثابت. وذلك عملاً بقاعدة عموم البلوى ورفع الحرج "لذا لابد من البحث عن تحقيق نظام اقتصادي، وفق الظروف الراهنة لحماية أموال المسلمين، وإبقاء اقتصادهم بأيديهم دون سيطرة غيرهم عليه، فننظر إلى هذا الأفق الواسع لشيخ الإسلام العز بن عبد السلام حيث يقول: "لو عم الحرام الأرض بحيث لا يوجد فيها حلال جاز أن يستحل من ذلك ما تدعو إليه الحاجة، ولا يقف تحليل ذلك على الضرورات؛ لأنه لو وقف عليها لأدى إلى ضعف العباد، واستيلاء أهل الكفر والعناد على بلاد الإسلام، ولانقطع الناس عن الحرف والصنائع والأسباب التي تقوم بمصالح الأنام"[231]

ولقد سئل ابن تيميةعن التعامل مع منْ كان غالب أموالهم حراماً مثل المكاسين وأكلة الربا؟فأجاب: "إذا كان الحلال هو الأغلب لم يحكم بتحريم المعاملة [232].واستدل بقاعدة فقهية تقول يجوز تبعاً ما لا يجوزاستقلالاً، [(2)]

وقال الكاساني: " كل شيء أفسده الحرام، والغالب عليه الحلال فلا بأس ببيعه " [233]

وخلاصة رأيهم بأن هذا النوع من الأسهم وإن كان فيه نسبة بسيطة من الحرام لكنها جاءت تبعاً، وليست أصلاً مقصوداً بالتملك والتصرف، فما دامت أغراض الشركة مباحة،وهي أنشئت لأجل مزاولة نشاطات مباحة، غير أنها قد تدفعها السيولة أو نحوها إلى إيداع بعض أموالها في البنوك الربوية،أو الاقتراض منها،وقالوا بأنَّ هذا العمل بلا شك عمل

محرم يؤثم فاعله (مجلس الإدارة) لكنه لا يجعل بقية الأموال والتصرفات المباحة الأخرى محرمة،وهو أيضاً عمل تبعي،وليس هو الأصل الغالب الذي لأجله أنشئت للشركة،واستدلوا أيضابقاعدة: للأكثر حكم الكل، إضافة إلى قاعدة: "الحاجة العامة تنزل منزلة الضرورة" ، كما استدلوا بقول ابن تيمية" أن الشراء ممن في ماله شبهة لا كراهة فيه إذا وجدت الحاجة إليه"[234] وقالوا بما لأنَّ حاجة الناس إلى أسهم الشركات في عالمنا الإسلامي ملحة، فالأفراد كلهم لا يستغنون عن استثمار مدخراتهم، والدول كذلك بحاجة إلى توجيه ثروات شعوبها إلى لاستثمارات طويلة الأجل بما يعود بالخير على الجميع، ولو امتنع المسلمون من شراء أسهم تلك الشركات لأدى ذلك إلى أحد أمرين:

أحدهما: توقف هذه المشروعات التي هي حيوية في العالم الإسلامي.

ثانيهما: غلبة غير المسلمين على هذه الشركات، وعلى إدارتها،أوعلى الأقل غلبة الفسقة والفجرة عليها،لكن لو أقدم على شرائها المسلمون المخلصون لأصبحوا قادرين في المستقبل على منع تعاملها مع البنوك الربوية ولغيَّروا اتجاه الشركة لصالح الإسلام.

وهذا لا يعني أن المسئولين القـــادرين في للشركة وفي غيرها على التغيير معفـــون من الإثم بل هم آثمون، لكنَّ عامة الناس لهم الحق في شراء هذه الأسهم،ولذلك لوكان المساهم قادراً على منع للشركة من إيداع بعض أموالها في للشركة لوجب عليه ذلك،ولقد جاء في توصيات ندوة الأسواق المالية التي عقدها مجمع الفقه الإسلامي في المغرب ما يلي:"إن تملك أسهم الشركات التي يكون غرضها التعامل بالصناعات المحرمة، والمتاجرة بالمواد الحرام غير جائز شرعاً، ولو كان ذلك التملك عابراً،أما تملك أو تداول أسهم الشركات التي غرضها الأساسي حلال، لكنها تتعامل أحياناً بالربا باقتراض الأموال أو إيداعها بفائدة فإنَّه جائز، نظراً لمشروعية غرضها مع حرمة الإقراض والاقتراض الربوي ووجوب تغيير ذلك والإنكار والاعتراض على القائم به.

ويجب على المساهم عند أخذ ريع السهم التخلص عما يظن أنه يعادل ما نشأ من التعامل بالفائدة، لصرفه في وجوه الخير"[235] أ.هـــ .

الآثار المترتبة على هذه الفتوى :

لقد ترتب على هذه الفتوى استمراء الشركات الاستمرار في الاقتراض بنسبة الثلاثين بالمائة بفائدة ، وإقراض بعض أموالها بفائدة تقارب الخمسة بالمائة ،ولقد كانت الفتوى بألا يكون ذلك أبديا ، وإنما لمرحلة زمنية قصيرة حددتها بعض هيئات الفتوى بمدة أقصاها ثلاث سنوات وقالوا هذه فترة كافية لأسلمة هذه الشركات بدون خسائر كبيرة ، أو أنها فترة ضرورية لأسلمة تلك الشركات عن طريق تملك معظم أسهمها ، وبناءً على تلك الفتاوى الصادرة بجواز شراء وبيع هذه الأسهم وفق هذه الأرقام ، صار عمل هيئات الفتوى لهذه الشركات حساب نسبة التطهير من الأرباح الناجمة عن النشاطات التي تمثلها هذه الأسهم في كل عام ، ولازالت معظم هذه الشركات تحرص في كل عام أن تقدم في ميزانيتها أن نسبة القروض التي تدفع عنها فوائد تعادل ثلث الميزانية ، وأن الفوائد التي تجنيها من ودائعها لاتزيد عن خمسة بالمائة . وأنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وهذه العبارة تعني استمرار جواز بيع وشراء هذه الأسهم ، ويجيبون من يسألهم عن القروض الربوية المنشورة في الميزانية بأنّ قرار هيئة الفتوى للشركة سمحت لشركتهم بأن نشاطها متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية،وتمر سنوات عديدة ومهمة هيئة الفتوى تنحصر ببيان نسبة التطهير، وجرت العادة بأن تنص هذه الشركات في جميع نشراتها بأنها متوافقة مع أحكام الشريعة،وهم يعنون بذلك بأنّ قروضها الربوية لا تتجاوز ثلث ميزانية الشركة،أما الشركة التي لا تقترض بالربا فتنص نشراتها بأنّها ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية، وهكذا صارت عبارة "متوافقة أي تقترض بفوائد بحدود الثلث ، وعبارة ملتزمة تعني أنها لا تقترض بفوائد .

لذا وتجاه ما يحدث من استمراءٍ ملحوظ من الشركات المستمرة في الاقتراض منذ سنوات عديدة ودون تحديد دقيق لمدة يجب فيها التوقف عن الاقتراض بفائدة ،يعتبر الرأي الأول بالتحريم وفق الأدلة الواردة هو الراجح، لأنّ الشريعة تقوم على أساس الالتزام، والرخصة فيها لا تسمح بتجاوز مقدار الضرورة أو الحاجة الماسة .

هذا إذا لم تكن هيئة الفتوى قادرة على تحديد مدة هذه الرخصة وصاحبة قرار تلزم الشركة بذلك ، أولم يكن هناك هيئة محاسبة ومراجعة شرعية فعالة وسيادية قادرة على وضع حدً زمني يمنع الاستمرار بعبارة "متوافقة مع أحكام الشريعة " دون تحديد زمني.

أما الأسهم الممتازة فهي غير جائزة لإخلالها بالعدالة الواجبة بين جميع الأسهم وإلى هذا ذهب اجتهاد المجمع الفقهي السابع وهذا نصه :" لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال، أو ضمان قدر من الربح، أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح"[236] أ.هـــ .

ب) ــ حكم بيع السندات وشرائها (*Bonds*):

بما أن السند وثيقة يصدرها المدين لمقرضه اعترافًا منه بأنّه استقرض من حاملها مبلغًا معلومًا يلتزم بأدائه في وقت معلوم. وهذا ما تفعله الشركات المساهمة التجارية أو الصناعية حينما تحتاج إلى اقتراض مبالغ كبيرة من المال لإنجاز مشاريعها، ولا تجد أفرادًا أو مؤسسات تقرضها الأموال بالحجم المطلوب، فتعرض هذه السندات على الجمهور. وربما تصدر مثل هذه السندات من قبل الحكومات التي تريد أن تمول عجز ميزانيتها فتقترض من الجمهور. وإن هذه السندات، سواء أصدرتها الشركات أو أصدرتها الحكومة إنما تلتزم بأداء فوائد ربوية إلى من يحملها، فالسند الذي قيمته الاسمية مائة دينار مثلاً تستحق أن يدفع لحاملها مائة وخمس عشرة بعد سنة. ويحق له أن يبيع هذا السند في السوق، وإنها تباع وتشترىبثمن يتراضى عليه الفريقان، فمن حصل على هذا السند بمـــائة، فإنه يبيعه إلى آخر بمائةوخمسة، ويشتريه ذلك الآخر بهذا الثمن لأنه يرجو أن يحصل على مائة وخمس عشرة دينار في نهاية المدة.

إنَّ هذه السندات كلها ربوية حيث إنَّ المقرض يلتزم فيها بأداء مبلغ القرض وزيادة،وهذا ما ذهبت إليه فتوى المجمع الفقهي الإسلامي الدولي وهذا نصها:

1– " السندات التي تمثل التزامات بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط :

2- هذه سندات محرمة من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية، سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة.ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية، أو ادخارية، أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أوريعاً أو عمولة أو عائداً .

3- تحرم السندات ذات الكوبون الصفري *Zero Coupon Bonds* باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية .

4- تحرم السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضاً اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم، لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار.

5- أذونات الخزانة وسندات التنمية التي تصدرها الدولة بمعدل فائدة ثابت محرمة: لأنها من باب القرض بفائدة، وقد حرمت الشريعة القروض ذات الفائدة المحددة أيًا كان المقرض أو المقترض؛ لأنها من باب الربا المحرم شرعاً .

6- شهادات الاستثمار محرمة لأنَّ الوصف القانوني الصحيح لشهادات الاستثمار هو أنها قرض بفائدة، فإن فوائد تلك الشهادات تدخل في نطاق ربا الزيادة ولا يحل للمسلم الانتفاع به"[237] أ.هـ

ثانياً : الحكم الشرعي للأوراق التجارية

لا يجوز تداول الأوراق التجارية في الصناديق الاستثمارية لأنَّ تداولها يتم بطريقة وفق ما يسمى بسعر الحسم.لأنّ حسم الأوراق التجارية في حقيقته هو قرض بفائدة،ومما يؤيد ذلك أنَّ الفائدة المأخوذة على الخصم تختلف تبعاً لقيمة الورقة التجارية وموعد استحقاقها،والقرض بفائدة محرَّم باتفاق الفقهاء . وهذا ما ذهب إليه جمهور الفقهاء فقد خرَّجوا حكم الكمبيالة على أساس أنه بيع دين بنقد أقل منه، وحرموه من هذه الجهة.

وقد ذكر الفقهاء ورقًا يشابه ورق الكمبيالة اسمه (الجامكية)[238] وهي عبارة عن ورقة تصدر من بيت المال أو من ناظر الوقف لصالح رجل له حق مالي على بيت المال أو الوقف. وتصوير المسألة أن يكون لرجل جامكية في بيت المال ويحتاج إلى دراهم معجلة قبل أن تخرج الجامكية فيقول له رجل: بعني جامكيتك التي قدرها كذا بكذا، أنقص من حقه في الجامكية، فيقول له: بعتك، فحكمه غير جائز،وعليه يخرج حكم بيع

الكمبيالة عند الحنفية والحنابلة [239] أنه لا يجوز أصلاً، سواء كان الثمن مساوياً لقيمة الكمبيالة لأنه بيع الدين من غير من هو عليه، فلا يجوز كما لا يجوز بيع الجامكية.

كما لا تجوز عند المالكية والشافعية باعتبار أن حقيقة الاستثمار في الكمبيالات في المعاملات المعاصرة يعني شراؤها بثمن أقل من قيمتها فلا يجوز لأنه يشترط عند المالكية أن يكون الثمن مساوياً لقيمة الكمبيالة[3] وعند الشافعية يشترطون التساوي وقبض البدلين في المجلس[240]،وعليه فإن الاستثمار في الصناديق التقليدية في الكمبيالات غير جائز عند عامة الفقهاء.

وخلاصة القول :

إنّ حسم الأوراق التجارية بمبلغ أقل من مبلغها لا يجوز عند أحد من المذاهب الفقهية المعتبرة، لأنّه بيع لنقد حال بنقد مؤجل أقل منه ، وهو في معنى الربا.

وهذا ما ذهب إليه مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة، ونص قراره: " إن حسم (خصم) الأوراق التجارية غير جائز شرعًا، لأنه يؤول إلى ربا النسيئة المحرم"[241].

المبحث الرابع
البدائل الشرعية للأوراق المالية والتجارية

الأوراق المالية الإسلامية [242] :

تتألف مكونات صناديق الاستثمار الإسلامية من وحدات استثمارية فما المراد بالوحدات الاستثمارية ؟
في الواقع لا يخرج مفهوم الوحدة الاستثمارية عن مفهوم السهم ، فإنها أيضاً تمثل حصة شائعة في الوعاء الاستثماري المقسوم إلى وحدات استثمارية تتميز بسهولة التخارج،والاسترداد، وفي قيام جهات عديدة لها علاقات تعاقدية مع الصندوق أو الإصدار الذي يقسم إلى وحدات،وهذه الوحدات الاستثمارية الصادرة والمنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية يطلق عليها أوراق إسلامية،أو صكوك إسلامية ،وإليك توضيح الجوانب المتعلقة بالورقة الإسلامية .

أولاً : تعريف الورقة المالية الإسلامية :

الورقة المالية الإسلامية صك يمثل حصة شائعة في مال ُجمِعَ بقصد استثماره للحصول على ربح يصدره الشخص المستثمر، بصفته مضاربا؛ أو يصدره شخص آخر لحساب المستثمر،وهو يقبل التداول، والتحويل إلى نقود.

ثانياً : خصائص الأوراق الإسلامية :

1- الصك يمثل حصة شائعة في مال :
الصك شهادة أو وثيقة تصدر باسم المكتتب، مقابل المبلغ الذي اكتتب به في رأس مال المشروع، أو التمويل المطلوب للنشاط الاستثماري الذي صدرت الأوراق لتمويله.

أما بعد قيام المشروع، وتحويل النقود إلى أعيان ومنافع[243] وحقوق لدى الغير، فإن الصك يمثل حصة شائعة في هذا المجموع المالي. وملكية حامل الصك ملكية شائعة، وليست مفرزة، والشريعة تجيز أن يتعدد أرباب المال وينفرد المضارب، فيملك كل واحد من أرباب المال حصة شائعة في مال المضاربة بنسبة رأس ماله إلى مجموع رأس مال المضاربة. كما أن الشريعة تجيز التصرف في الحصة الشائعة، كما تجيز

التصرف في مجموع المال الذي يتكون من الأعيان والحقوق والمنافع، كما في تخارج أحد الورثة من التركة في مقابل مال يدفع إليه. ولكن بضوابط شرعية كما لو كان في التركة نقوداً وذهباً وفضة فتخضع عندئذٍ لضوابط الصرف .

ودليله : ماروي عن ابن عباس قوله : يتخارج الشريكان وأهل الميراث وفسره أبو عبيد : إذا كان المتاع بين الشركاء وهو في يد بعضهم دون بعض فلا بأس أن يتبايعوه وإن لم يعرف كل واحد نصيبه بعينه ولم يقبضه البائع [244] ويستأنس للتخارج ما حدث لتماضر زوجة الخليفة عثمان ﷺ التي طلقها في مرض وفاته وكانت واحدة من زوجاته الأربع فقضى لها علي ﷺ بحقها في الميراث ، فباعت حصتها وهو ربع الثمن ، بثلاثة وثمانين ألف دينار [245] وهذا قد وقع بمحضر من الصحابة دون نكير فهو من الإجماع السكوتي[246]

وبناءً على ذلك أجاز فقهاء معاصرون التخارج في الوحدات الاستثمارية وقالوا يشترط لصحة التخارج أن تكون الحصة المتخارج عنها معلومة،والمعلومية هنا حاصلة بعدد الصكوك التي هي مقدار حصته الشائعة في إجمالي الصكوك ،وقالوا هذه المعلومية تكفي على وجه الإجمال ولا يطلب المعرفة بتفاصيل الموجودات التي تمثلها الحصة لأنَّ ملكية البائع (الخارج) لم تزد عن هذا القدر فيحل المشتري (الداخل) محلّه فيما كان يملكه،ويصح التخارج،وبما أنَّ التخارج جائز عند الجمهور [247] ولو كان مع جهالة التفاصيل للموجودات فيما يتعذّر علمه خلافاً للشافعية وابن حزم[248] .

2- استثمار المال بقصد الحصول على ربح:

الورقة المالية صك يمثل حصة شائعة في مال جمع بقصد استثماره للحصول على ربح، .فإن كان قد جمع لاستثماره في مشروع خيري لا يقصد به الربح، كبناء مستشفى خيري أو مدرسة أو دار أيتام، أوكان الصك يمثل حصة في ملكية عقار مشترك بين اثنين أو أكثر للاستعمال لم يكن الصك ورقة مالية بالمعنى المقصود في الأسواق المالية.

3- المستثمر يصدر الصك أو يصدره الغير لحسابه:المستثمر هو مصدر الصك أو الورقة المالية، لتمويل مشروعه الخاص،أو نشاطه المعين، وقد يكلف المستثمر شخصا آخر، بنكاأومؤسسة مالية، بإصدار هذه الورقة لحسابه في مقابل أجر معين، وهو يقوم بإعداد دراسة جدوى لمشروعه، ويحدد رأس مال هذا المشروع، والربح المتوقع منه، ثم يعد نشرة إصدار يضمنها جميع أركان وشروط عقد المضاربة، يطرحها على الجمهور طالباً منهم الاكتتاب في المشروع في مقابل منحهم أوراقا مالية تسلم إليهم.

4- المستثمر يصدر الورقة المالية بوصفه مضاربا:

مصدر الورقة المالية أومن تصدر لحسابه ويتلقى حصيلة الإصدار لاستخدامها في تمويل مشروع معين،إنما يصدر هذه الورقة ويتلقى حصيلتها بوصفة مضاربا والجمهور الذين يكتتبون في الأوراق المالية يكتتبون فيها بوصفهم أرباب مال مشترك بينهم،وهذا يعني:

أولا : أن علاقة مصدر الورقة المالية، والمكتتبين(حملة هذه الأوراق) ليست علاقة دائن بمدين، بل علاقة مضارب يستثمر حصيلة الاكتتاب في مشروع اقتصادي بجماعة أرباب المال؛ فالمشروع ملك لحملة الأوراق المالية، ويد مصدر الاكتتاب عليه يد أمانة، يديره لحسابهم، في مقابل حصة معلومة من الربح، تحددها نشرة الإصدار، وبهذا تختلفالأوراق المالية عن السندات التي تصدرها الشركات والتي تمثل مديونية عليها لحملة السندات، وتتعهد الشركة فيها بدفع فوائد محددة مقدما في فترات دورية، ثم تدفع قيمة السند في موعد استحقاقه.

ثانياً: أن حق إدارة المشروع وسلطة إصدار القرارات الاستثمارية الخاصة به تكون للمستثمر مصدر الأوراق المالية وحده، دون تدخل من حملة الأوراق المالية، الذين يقتصر دورهم على مراقبة المصدر المضارب في إدارته للمشروع، للتأكد من التزامه بشروط عقد المضاربة، التي تضمنتها نشرة الإصدار، وهذه النشرة تحتوي على شروط عقد المضاربة، وتتضمن هذه النشرة تعيين أمين للإصدار، يرعى حقوق المكتتبين ويحميها في مواجهة المصدر (المضارب) ، ويعتبرا لاستثمار بطريق تمويل المشروعات بأوراق مالية تطبيق حديث للمضاربة، يعني

أن كل ما يريده أرباب المال من شروط، من حيث طبيعة المشروع وحجمه، وطريقة إدارته، ونسبة الربح التي يأخذها المضارب يتضمنها العقد الذي تمثله نشرة الإصدار، وهي وإن كانت تعد من قبل المضارب المصدر للورقة، إلا أن المصدر يراعي أن يضمنها شروطا وبيانات تجذب أرباب رؤوس الأموال وتشجعهم على الاكتتاب، ويكون التنافس في ذلك كفيلا بحمل المضاربين المصدرين للأوراق المالية على تقديم أفضل شروط حتى يقبل الجمهور على الاكتتاب في مشروعاتهم.

ثالثاً : قابلية الورقة المالية الإسلامية للتداول والتسييل :

الورقة المالية الإسلامية قابلة للتداول؛ أي البيع والشراء بالأسعار السائدة وقت التداول، فإن البنك الذي أصدر الورقة يتعهد بشرائها بنفسه أومع غيره وذلك لأنّ أصحاب المدخرات لا يقبلون عادة على إيداع مدخراتهم لمدد طويلة، تمكن المستثمر من الاستثمار في مشروعات متوسطة، أو طويلة الأجل؛ لأنهم قد يحتاجون هذه المدخرات لمواجهة ظروف طارئة، تقتضي مدفوعات غير منظورة،فكان استعداد البنك مُصدر الورقة لشرائها وتحويلها إلى نقود عند الطلب بالسعر الذي يعلنه في فترات دورية متقاربة،هو الحل الوحيد في غيبة السوق المالية الإسلامية النشطة،لتداول هذه الأوراق. ومعلوم أن محل البيع والشراء ليس هو الشهادة وقيمتها النقدية لأنها ليست مالا متقوما في ذاتها، ولكن محل البيع هو ما تمثله الورقة المالية من قيمة مالية؛ أي الحصة المالية الشائعة في صافي أصول المشروع، والذي يتكون عادة من أعيان ومنافع ونقود وحقوق مالية لدى الآخرين ، وللمجموع حكم يختلف عن حكم كل جزء من أجزائه على حدة،وقد قرر فقهاء الشريعة أن "ما لا يجوز بيعه استقلالا يجوز بيعه تبعا" و" أن العبرة بالغالب"، و"أن النادر لا حكم له"[1]

رابعاً : الفرق بين الأوراق المالية الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية التقليدية:

الأوراق المالية التقليدية هي السهم والسند، وإليك مقارنة بين كل منهما، وبين الأوراق المالية، التي بدأت البنوك والمؤسسات الاستثمارية الإسلامية في إصدارها، والتعامل بها.

أولاً- السهم والورقة الماليّة:

يشترك السهم مع الورقة المالية الإسلامية في الأمور التالية:

1- يمثل كل من السهم والورقة المالية الإسلامية حصة شائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع، وهذه الأصول تشتمل غالبا على أعيان وحقوق ونقود ومنافع وديون لدى الغير، بنسب متفاوتة.

2- يستحق مالك السهم والورقة المالية حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، تتناسب مع قيمة الأسهم التي يملكها في الشركة، أو الأوراق المالية التي يملكها في المشروع، إلى رأس مال الشركة أو المشروع.

3- يقوم كل من السهم والورقة المالية مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسليم والحيازة والقبض. وتقوم حيازة كل من السهم والورقة المالية وقبضها وتسليمها مقام الحصة المالية الشائعة التي يمثلها كل منها حيث تكون هذه الحيازة والتسليم والقبض لازمة لانعقاد العقد أو تمامه ولزومه، فشرط محل التعاقد في البيع والهبة والرهن أن يكون مقدوراً على تسليمه،فهنا يقال: إن الحصة المالية الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع مقدور على تسليمها بتسلم الصك نفسه وقبض المرتهن وحيازته للصك يقوم مقام حيازة الحصة الشائعة نفسها.

وإذا تم بيع الصك فإن حيازة الصك وقبضه يعد حيازة للحصة الشائعة نفسها، كحكم من أحكام العقد، وأثر من الآثار المترتبة عليه، فيعد حامل الصك حائزا للحصة الشائعة التي يمثلها.

ويفترق السهم عن الورقة المالية الإسلامية فيما يأتي :

1- يشترك مالكو الأسهم في إدارة الشركة، عن طريق انتخاب مجلس للإدارة من بينهم، وعن طريق الجمعية العامة لهم، وتكون سلطات الإدارة موزعة بين المجلس والجمعية على النحو الذي يراه ملاك الأسهم في حدود القوانين السائدة في مكان تسجيل الشركة، أما ملاك الأوراق المالية الإسلامية، فإنهم لا يشاركون في إدارة المشروع بطريق مباشر، فهم لاينتخبون مجلس إدارة للمشروع من بينهم، وليست لهم جمعية عمومية تشترك في إدارة المشروع، بل إن الإدارة توكل للمضارب وحده، والمضارب ملتزم في إدارته للمشروع، بأحكام عقد المضاربة وشروطها

الشرعية، ولملاك الأوراق المالية أن يكوّنوا من بينهم أو من غيرهم مجلس مراقبة يرعى مصالحهم، ويحمي حقوقهم، في مواجهة المضارب،ويكون مسئولا عن مراقبة تنفيذ شروط العقد التي تضمنتها نشرة الإصدار، وما يلحق بها من دراسات الجدوى والبيانات والمعلومات التي تنص عليها هذه النشرة، وهي كما ذكرنا تعد إيجابا من جانبه، يقابله قبول المكتتبين ،ومن الأحكام الفقهية لعقد المضاربة أن رب المالللا يتدخل في إدارة المشروع، وله فقط أن يختار المضارب الذي يجمع بين الأمانة والخبرة، ويضمن عقد المضاربة ما يراه من الشروط والقيود التي تتعلق بمجالات الاستثمار، ومكانه وطرقه التي يراها محققة لمصالحه، دون الإخلال بالمقتضيات الشرعية لعقد المضاربة تاركاً المضارب وحده يتخذ القرار الاستثماري على مسؤوليته، وهو إن تعدًى أو قصَّر، أو خالف شرطاً من شروط المضاربة في إدارته، كان مسؤولاً عن كل ضرر يلحق بالمضاربة، ويضر بحقوق أرباب المال،والمضارب في هذا النوع من التمويل والاستثمار يوم بإعداد نشرة الإصدار،وما تتضمنه من دراسة الجدوى للمشروع وشروط الاستثمار، ولا يملك المكتتبون (أرباب المال) إلا قبول هذه النشرة والاكتتاب فيها،أوعدم قبولها،والسؤال الوارد هنا كيف يتسنى للمكتتبين وضع الشروط التي يرونها محققة لمصالحهم؟ والجواب أن مبدأ العرض والطلب على رأس المال سوف يحمل المضاربين مُصدّري الأوراق المالية،على تضمين نشرات الإصدار الشروط التي تحقق مصالح أرباب المال، وتجذبهم إلى الاكتتاب لتمويل مشروعاتهم فتحقق الغرض، ويكون قبول المكتتب دليلاً على رضاه بما جاء في نشرة الإصدار، فكأنه شريك في إعدادها، إذ العقد يتكون من الإيجاب والقبول.

ثانياً: الفرق بين الأوراق المالية والسندات:يختلف السند عن الورقة المالية الإسلامية فيما يأتي :

1- الورقة المالية، كالسهم تمثل حصة مالية شائعة في صافي أصول الشركة، أي جملة الأصول بأنواعها المختلفة، مادية ومعنوية، ثابتة وغير ثابتة، مطروحا منها صافي التزامات الشركة، فحق صاحب الورقة المالية حق عيني يتعلق بموجودات الشركة أو المشروع، في حين أن السند يمثل دينا في ذمة الشركة التي تصدره، ولا يتعلق

بموجودات الشركة.

2- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمركزها المالي بطريق مباشر؛ لأن مالكه يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه،مضافاً إليها الفوائد المحددة مسبقاً،بصرف النظر عن المركز المالي للشركة أو الربح الذي حققته، أو الخسارة التي منيت بها؛ فمالك السند لا يشارك في تحمل مخاطر الاستثمار للشركة المصدرة للسندات، بخلاف مالك السهم والورقة المالية فإنه يتأثر بنتيجة أعمال الشركة أو المشروع، ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له. فالسهم والورقة المالية يشاركان في الأرباح المحققة، ويتحملان الخسارة التي يتعرض لها المشروع أو الشركة.

خامساً :خصائص الأوراق المالية الإسلامية:

1- الورقة المالية الإسلامية تخول حاملها حق ملكية في صافي أصول المشروع الذي يمول من حصيلة إصدارها، وهذا الحق يتمثل في حصة شائعة في صافي موجودات المشروع فإذا انعدمت هذه الخصيصة؛ بأن كانت الورقة تمثل ديناً في ذمة مصدرها، لم تكن ورقة إسلامية، فلا يجوز إصدارها، ولا تداولها، ولا يحل العائد منها وإن كان حصة محددة في نشرة الإصدار، من الربح؛ لأن حل العائد يعتمد على شرطين: أحدهما: ألا تكون قيمة الورقة مضمونة على المستثمر، وثانيهما: أن يكون هذا العائد حصة محددة من الربح عند التعاقد؛ أي في نشرة الإصدار، التي تعد إيجاباً من جانب المضارب، والاكتتاب الذي يعد قبولاً لهذا الإيجاب.

2- الورقة المالية الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشروع أو نشاط يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإذا كانت هذه الحصيلة تستثمر في أنشطة محرمة، كصناعة الخمور، والإقراض بفائدة، فإن الورقة لا تعد إسلامية، فلا يجوز إصدارها، ولا تداولها، ولا يحل الربح العائد منها؛ لأن إصدار مثل هذه الأوراق وشراءها يعد مساهمة في نشاط محرم، والربح العائد منها هو ربح في نشاط لا تجيزه الشريعة.

3- الورقة المالية الإسلامية وسيلة تمويل تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية، من كل جوانبها، وتأخذ جميع أحكامها، فمصدر الورقة المالية، والمتلقي لحصيلة هذا الإصدار بقصد استثماره مضارب،

ويده على هذه الحصيلة يد أمانة، لا يد ملك ولا يد ضمان، إلا في حالات التعدي، أو التقصير، أو مخالفة شروط المضاربة التي تتضمنها نشرة الإصدار، وحملة الأوراق المالية أرباب مال، يملكون حصيلة الاكتتاب قبل قيام المشروع، ويملكون المشروع بعد قيامه، وهم بهذه الصفة يتحملون كافة المخاطر التي يتعرض لها المشروع، وذلك في حدود الأموال التي اكتتبوا بها في المشروع، أو المبالغ التي أذنوا للمضارب باقتراضها لحسابهم لزيادة رأس مال المشروع.

فإذا تضمنت نشرة الإصدار، أو الورقة المالية التي تصدر بناء عليها، حكما يخالف هذه الأحكام لم تكن ورقة إسلامية، فلا يجوز إصدارها، ولا تداولها ولا يحل العائد منها.

4- الورقة المالية الإسلامية تعطي مالكها حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية. وحصة ملاك الأوراق المالية من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بالنسبة وقت التعاقد، أي في نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب، أو في الورقة المالية نفسها، بحيث تتضمن هذه النشرة أو الورقة المالية حصة المضارب، وحصة أرباب المال، أي حملة الأوراق المالية من الربح الذي يتحقق في نهاية المشروع أو في فترات دورية معينة.

فإذا كانت الورقة المالية تعطي حاملها مبلغا محددا، أو نسبة معينة من قيمتها الاسمية، أو تعطيه حصة من الربح غير محددة، في نشرة الإصدار، أو في الورقة نفسها، بل يحددها المضارب في نهاية المشروع، أو في فترات دورية لاحقة، لم تكن ورقة مالية إسلامية، فلا يجوز إصدارها، ولا تداولها، ولا يحل العائد منها؛ ذلك أن العلم بمحل التعاقد شرط عند التعاقد، لا بعده، ومحل عقد المضاربة هو رأس المال والربح وحصة المضارب ورب المال منه، وهذا محل اتفاق بين الفقهاء،

5- الورقة المالية تلزم مالكها بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة، في حدود المبالغ التي اكتتب بها في المشروع، فهو يتحمل بحصته في أية خسارة يتعرض لها المشروع بسبب لا يد للمضارب فيه؛ لأن حملة الأوراق المالية (أرباب المال) يملكون المشروع ملكية مشتركة،

وتلف المال، وهلاكه وخسارته على مالكه، وفقاً لقواعد الشريعة، فإذا تضمنت نشرة الإصدار أو الورقة المالية شرط ضمان مخاطر الاستثمار في المشروع، على غير حملة الأوراق المالية، لم تكن الورقة المالية إسلامية، سواء كان هذا الضمان من المضارب أو من شخص ثالث غيره، تبرع بهذا الضمان، أو تقاضى عنه عوضاً، أما ضمان المضارب فهو شرط ينافي مقتضى العقد فيبطل، وأما ضمان غيره بعوض فإنه ينافي قاعدة الضمان، باعتباره عملا من أعمال البر والمواساة، وهي وفق المقتضى المناط بهذا العقد شرعاً بأن عقود الإحسان يبتغي فاعلها وجه الله فلا يجوز أن يأخذ عليها أجراً .

6- الورقة المالية الإسلامية قد تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في نشاط خاص أو مشروع معين، أوفي أنشطة متنوعة ومشاريع متعددة، فيكون المكتتبون في هذه الأوراق شركاء للبنك المصدر لها في مشروعاته ونشاطاته، ويكون البنك في هذه الحالة مضاربا في مال غيره وعاملا في مال نفسه، وهو يستحق حصة من الربح بوصفة مضاربا، تستنزل من صافي الأرباح، ثم يستحق حصة من الربح الباقي بنسبة رأسماله المستثمر مع حصيلة الأوراق المالية التي أصدرها إلى مجموع الأموال المستثمرة.

7- الورقة المالية الإسلامية تقتضي أن يقوم مصدرها بإصدار ميزانية أرباح وخسائر في نهاية المشروع ،أو في فترات دورية منتظمة، حسب الوارد في نشرة الإصدار،

وهذه الميزانيات لا بد أن تعلن للجمهور، وأن توضع تحت تصرف حملة الأوراق المالية، للتأكد من مقدار الأرباح الموزعة عليهم، وأنها تساوي النسبة المخصصة لهم في نشرة الإصدار والورقة المالية، أو مقدار الخسارة التي يتحملونها.

فإذا قام مصدر الورقة المالية بتوزيع أرباح دون أن تكون هناك ميزانية معلنة، أو كانت مخالفة للأصول الفنية المعتمدة محاسبياً من أهل الخبرة، تظهر هذه الأرباح، أو كانت هناك ميزانية ولكن توزيع الأرباح فإنّ هذا التوزيع يعتبرمخالفاً لأحكام عقد المضاربة،ويلزم بتحقيق توزيع عادل بناءً على أسس معتمدة لدى أهل الخبرة

إصدار الأوراق المالية:

يقوم المضارب بإعداد دراسة جدوى لمشروع معين، أو نشاط خاص، ثم يوجه نشرة إصدار إلى الجمهور، يضمنها جميع شروط وعناصر عقد المضاربة، فيحدد المشروع ويبين طبيعته، ورأس المال المستثمر فيه، وطريقة توزيع الربحبين المضارب وأرباب المال المرتقبين،فإذا أقبل الجمهور على الاكتتاب ينعقد عقد المضاربة، ذلك أن نشرة الإصدار تعد إيجابا موجها إلى الجمهور، والاكتتاب في الورقة المالية قبول لهذا الإيجاب، والورقة المالية يصدرها بنك لحسابه، فيكون هو المضارب المستثمر أو لحساب غيره من المستثمرين، في مقابل أجر معين.

وقد يقوم المضارب المستثمر بإقامة مشروع معين كمصنع أو مزرعة مثل، ثم يقدر تكاليفه ويوجه نشرة إصدار للجمهور للاكتتاب فيه، فإذا تم الاكتتاب وجمعت حصيلته أخذها عوضا عما أنفق، أو ثمنا لهذا المشروع، فنشرة الاكتتاب هنا إيجاب يتضمن أمرين أحدهما: بيع المشروع، وثانيهما: عقد مضاربة يكون فيه البائع مضاربا، ويكون الاكتتاب بمثابة قبول لشراء المشروع, وموافقة على أن يكون بائع المشروع مضاربا. ويمكن تخريج ذلك من الناحية الشرعية على أنَّ المضاربة تمت أولا برأس مال نقدي، وهو رأس مال المضاربة، ثم تفويض المضارب بشراء المشروع.فعملية الاكتتاب، وما يسبقها من نشرة إصدار تكون جميع العناصر التي تحققالمضاربة الشرعية.

سادساً : تداول الأوراق الماليـــة الإسلامية :

" يمثل صك الوحدة الاستثمارية ملكية حصة شائعة في الصندوق أو الإصدار، وتستمر هذا الملكية طيلة مدتهما وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه، من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها ".[249]

فيحق للمشارك التصرف بالوحدة بالبيع ولكن عليه إعلام (مدير الصندوق أو الإصدار)

(أ) مجمع الفقه الإسلامي الدولي،الدورة الرابعة، قرار المجمع رقم 5،العنصر الأول البند/2 .

وله أن يبيع بالقيمة المتراضى عليها بينه وبين المشتري سواء كانت مماثلة للقيمة الاسمية أو السوقية أو أكثر منهما أو أقل،وقد أشار قرار المجمع إلى جواز تداول صكوك المقارضة بالضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة الطرفين. ونصها: "يجوز شرعاً خروج صاحب حصة في صندوق استثماري بالقيمة التي يعرضها الصندوق ويقبلها الخارج، بصرف النظر عن الطريقة المحاسبية التي يصل إليها الصندوق في تقييم هذه الحصة"[250] ولابد من مراعاة الأحكام الخاصة بموجودات الصندوق في كل حين:

- فإذا كان التداول قبل المباشرة في العمل والمال لا يزال نقوداً فإنه تطبق عليه أحكام الصرف،لأنه مبادلة نقد بنقد. (ولهذا تمنع لوائح الصناديق التداول خلال الفترة التالية للاكتتاب، أو قبيل تاريخ التصفية).
- وإذا أصبحت الموجودات ديونا، تطبق على التداول أحكام تداول الديون[251].
- وإذا صارت الموجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز التداول وفقاً للسعر المتراضى عليه. ولو بالتفاضل بين الثمن وقيمة الحصة أو بتأجيل الثمن.

ولقد اشترط قرار المجمع أن تكون الغلبة للأعيان والمنافع، في حين لم تشترطه جهات فتوى أخرى كندوة البركة وغيرها، واكتفت بعدم اقتصار الموجودات على النقود والديون أخذاً بمبدأ التبعية. فتعتبر النقود والديون تابعة للأعيان والمنافع؛ لأن غرض الصندوق منصب عليها.[252]

الفصل الخامس

الجوانب الفقهية في الصناديق الاستثمارية .

المبحث الأول :

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كلٍّ من:

1- شخصية الصندوق 2- مشاركة مؤسس الصندوق .

3- إدارة الصندوق 4- علاقة الأمين مع الصندوق.

المبحث الثاني:

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كلٍّ من :

1- تقسيم رأس المال إلى وحدات 2- نشرة الإصدار وصيغة التعاقد

3- نفقات التأسيس والتسويق 4- المصروفات التشغيلية .

المبحث الثالث :

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كلٍّ من:

1- تداول الوحدات والضوابط 2- التعهد بإعادة الشراء

3- التخارج وأحكامه في الصناديق 4- الرافعة التقليدية والبديل الشرعي

المبحث الرابع :

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كلٍّ من :

1- ضمان رأس مال الصندوق 2- اقتطاع الاحتياطيات

3- أرباح فترة الاكتتاب 4- أرباح فترة عمل الصندوق .

الجوانب الفقهية في الصناديق الاستثمارية .

المبحث الأول :

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كلٍّ من:

المسألة الأولى : شخصية الصندوق

المسألة الثانية : مشاركة مؤسس الصندوق .

المسألة الثالثة : إدارة الصندوق

المسألة الرابعة : علاقة الأمين مع الصندوق.

المبحث الأول

المسألة الأولى :شخصية الصندوق من الناحية القانونية والتأصيل الشرعي

تعتبر القوانين أنَّ للصندوق الاستثماري شخصية اعتبارية ويترتب على ذلك أمور عديدة توضحها المادة القانونية التالية :

1) " يكون لكل صندوق من صناديق الاستثمار شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن الشركة التي قامت بإنشائه ويمثل مدير الصندوق ،أو من يفوضه صندوق الاستثمار في علاقته بالغير، وأمام القضاء ويكون له حق التوقيع عنه .
2) لا يجوز التنفيذ على أموال الصندوق إلا وفاء للالتزامات الناشئة عن استثمار أمواله " [253] .

إنَّ هذه الميزة التي يتمتع بها الصندوق الاستثماري وهو التعامل معه كشخصية اعتبارية مستقلة،بالإضافة إلى التقسيم الفني لمحتواه المالي،والتنظيم الإداري الدقيق،كل ذلك كان من نتائجه عوائد عالية ميَّزته عن سواه من أساليب الاستثمار،والأهم من ذلك تحقيق عدالة تكفل لجميع الشركاء ليكونوا على قدم المساواة في الحقوق والعوائد والالتزامات لمالك أي وحدة استثمارية في الصندوق وتفصيل ذلك فيما يلي:

يقسم رأس مال الصندوق الاستثماري على شكل أسهم متساوية بمقدار ما اشترى المكتتب من الوحدات،ولا يكون كل شريك مسؤولاً إلاَّ في حدود أسهمه،ولا يشترك جمهور المكتتبين في الإدارة الفعلية للصندوق لذلك يكون العمل في أموال المساهمين من قبيل المضاربة. وأن لهذاالصندوق شخصية مستقلة عن المساهمين يثبت لها حقوق على الآخرين وتكون المسؤولية محصورة في الوحدات التي يمتلكها كل مشارك،ونظراً لكونالصناديق الاستثمارية من أهم أنواع الاستثمار الجماعي المشترك المعاصر وأكثرها تأثيراً في التطور الاقتصادي الحديث،وذلك لأنها الأداة التي مكنت الناس من القيام بالمشروعات الكبرى،وهيأت لرجال الأعمال ما يتمكنون به من جمع الأموال الطائلة عن طريق الاكتتاب في صكوك الصندوق ليقوموا بالتجارة العامة،أوالصناعات الكبيرة أواستثمار الأراضي الشاسعة،أو استخراجالمعادن والنفط من باطن الأرض.

وهذه ولمثالها مشروعات لا يستطيع أن يقوم بها فرد أو أفراد معدودون ، بل تحتاج إلى مبالغ كبيرة ولا يتم جمع هذه الأموال إلا عن طريق المساهمة وقد أدت هذه الصناديق إلى دفع عجلة الاقتصاد العالمي إلى الأمام، وذلك بسبب إعطاء الصناديق صفة الشخصية الاعتبارية وجعلها مستقلة عن الشركاء وتحديد مسئوليتهم في حدود الحصص التي يقدمونها فكان لذلك أثراً كبيراًفي إقبال الناس على المساهمة فيها،فهم لدى إفلاسها أو خسارتهالاتتعدى مسئوليتهم أموالهم التي ساهموا بها،ولا تتأثر الشركة كذلك بالشركاء بل أصبحت شيئاً آخر له حياته الاقتصادية الخاصة مما جعل الشركة بمنأى عن تدخلات الشركاء واختلافاتهم،وهي بالإضافة إلى ذلك تحقق روح المبادأة التي توجد رجال الأعمال،وروح الادخار التي توجد رجال الأموال،والاقتصاد لا يتطور ولا ينمو إلا إذا تحقق هذان الأمران : المبادأة،والادخار،ومن أحكام الصندوق الاستثماري أنَّه تثبت له الشخصية الاعتبارية من خلا ل الإشهار القانوني له بحيث ينتفي التغرير بمن يتعامل معه ، ويترتب على ذلك استقلال ذمته المالية عن ذمم الشركاء المساهمين(أصحاب حقوق الملكية) ويكون له حق التقاضي من خلال من يمثله، وتكون العبرة في الاختصاص القضائي بموطن تسجيل الصندوق ،ويقوم الصندوق الاستثماري على أساس التراضي،ويكون مجلس الإدارة هو المتصرف في أمور الشركة بالوكالة عن الشركاء المساهمين، ولا مانع شرعا من تعدد الشركاء، وفي هذه الشركة تكون مسؤولية الشريك على أسهمه المالية مشابه لمسئولية رب المال في شركة المضاربة يوضح ذلك قرار المجمع الفقهي ونصه" في حالة وقوع خسارة لرأس المال فإنَّه يجب أن يتحمل كلُّ شريك حصته من الخسارة بنسبة مساهمته في رأس المال،ودوام الشركة أواستمرارها سائغ بسبب اتفاق الشركاء عليه، والمسلمون على شروطهم فيما هو حلال، وإصدار شهادة الاستثمار بعدد الوحدات التي اكتتب بها أمر جائز شرعاً"[254] ومن سمات الصندوق الاستثماري أنَّ المسئولية في الصندوق محدودة : يعني أن لصكوك الصندوق وجود مستقل عن وجود أصحابها، وهذا يعني إذا أفلس الصندوق تقسم أصوله لتسديد الديون ولا يطالب المساهمون بتسديد الديون

من أموالهم التي يملكونها خارج الشركة وذلك لأنَّ هذه الشركة لها شخصية اعتبارية مستقلة،ولا علاقة لها بالأشخاص وأملاكهم الخارجية[255]. وهكذا تطور مفهوم الشركة في هذا الزمان فصارت تقوم على فكرة (الشخصية الاعتبارية) فالشركات المساهمة اليوم لا ينظر فيها إلى شخص الشريك،ولكن ينظر إلى نصيبه أو عدد أسهمه في الشركة. فالاهتمام ينصب على أنَّ هناك حصة مملوكة لفلان من الناس ولا يهم من يكون مالك هذه الحصة حيث إنَّ هذه الحصة تنتقل من فرد إلى آخر عن طريق بيع الأسهم في السوق أو نحو ذلك،وعلى هذا لا بد من التمييز بين مفهوم شركة الأشخاص ، والشركة الاعتبارية وبيان ذلك فيما يلي:

1) شركة الأشخاص:

تقوم على المشاركة بين أفــراد بعينهم فإذا تغير شخص الشريك بطلت الشركة

2) الشركة الاعتبارية : ومن أمثلتها المعاصرة الصناديق الاستثمارية فإنَّ الشخص فيها يملك حصة في الصندوق،ولا يهم تغير هذا الشخص،لذلك عادةً يشتري أسهمه آخر ويحل محله في تملك الأسهم،لأنَّ استثمارات الصندوق لا تتأثر بتغير الأشخاص . وسبب تطور مفهوم الاستثمار في صناديق الاستثمار الجماعي هذا الحشد العظيم من الأموال ،والتطور الهائل في كل المجالات، وبالتالي فإنَّ الشركة بهذا الشكل المتطور لم يكن معروفا لدى الفقهاء سابقاً، وذلك لضآلة السيولة النقدية، والمواصلات البدائية، وأساليب الاستثمار القديمة، ووسائل الاتصال المحدودة، لذا كانت الشركة قديما مقصورة على عدد من الشركاء، وليس من حق الشريك إدخال أحد محلّه في الشركة إلاّ بعد موافقة باقي الشركاء،ولكن الصندوق الاستثماري اليوم يشارك فيه الآلاف أو مئات الآلاف، ويبيع بعضهم حصته فيخرج من الصندوق،ويدخل آخرون وهكذا دواليك ،ويتعذر أخذموافقة الشركاء على دخول أو خروج المشاركين مع تعدد أماكن تواجدهم،حيث يكتتب في الصندوق من دول متعددة، ومن هنا كان الاختيار القانوني الملائم لهذا النشاط منح الصندوق الشخصية

الاعتبارية، واستخلص الفقهاء المعاصرون لهذا الاعتبار تأصيلاً فقهياً بيانه فيما يلي:

أ) الأساس الشرعي للشخصية الاعتبارية للصندوق الاستثماري :
للصندوق الاستثماري شخصية اعتبارية حيث تجري العقود باسم الصندوق في تملك الوحدات الاستثمارية، والبيع، والشراء، والاقتراض، والإقراض، وغير ذلك .
فما التأصيل الشرعي للشخصية الاعتبارية في الفقه الإسلامي ؟
لدى استعراض مايتعلق بهذا الموضوع تجد صوراً عديدةوردت في كتب الفقه تمثل حقيقة الشخصية الاعتبارية وبيانها فيما يلي[256]:

1) شخصية بيت المال (خزينة الدولة العامة) :
جاء الشرع الإسلامي بنظرية فصل بيت المال عن مال السلطان وملكه الخاص. واعتبر أن بيت المال لهقوام حقوقي مستقل يمثل مصالح الأمة في الأموال العامة،فهو يملك ويملّك،ويستحق التركات الخالية عن إرث أو وصية،ويكون طرفاً في الخصومات والدعاوى. ويمثله أمين بيت المال نيابة عن السلطان أو الخليفة ، وليس للسلطان حق شخصي فيه إلاّ كفايته لقاء عمله ، وليس له أن يأمر لأحد منه بشيء إلا بحقٍّ ومسوّغ شرعي،قال الإمام الشافعي : منزلة الإمام من الرعية منزلة الولي من اليتيم،فلا يجوز للحاكم أن يتصرف في أموال الرعية إلا بما يحقق لهم أكبر مصلحة [257].

والجدير بالذكر أنه قبل الإسلام كان في معظم الأمم –المال العام وجَيْب الملك شيئاً واحداً – أما بعد الإسلام فكان شيئاً مستقلاً بل يكاد كل قسم من أقسام بيت المال ذا شخصية حكمية منفصلة عن الآخر ضمن الشخصية الكبرى لبيت المال العام،لأنّ لكلّ قسمٍ استحقاقاتٍ وأحكاماً تخصُّه، فلا ينفق منقسم فيما يعود إلى آخر على سبيل الخلط، بل على سبيلالقرض بين الفروع، تماماً كما عليه الفكرة المالية القانونية الحديثة في تنظيم خزينة الدولة العامة وفروعها .

2) شخصية الوقف :

الوقف يستحق ويُستَحقُّ عليه ويلي أمره تجاه السلطة القضائية فيشتري المتولي للوقف ما يحتاج إليه،فيملك الوقف ويدفع ثمنه من غلته، وكذلك يستدين المتولي لجهة الوقف عند الحاجـــة بإذن القاضي، فالوقف في كل ذلك هو المالك والـــدائن والمدين لا المتولي ولا المستحقون فيه، وإذا خان ناظر الوقف مصلحة الوقف،أو أساء التصرف فيه أو خالف شروط الوقفية،ينــزع الوقف من يده،ويضمن بالخيانة،أو التقصير، أو التفريط.

2) شخصية للدولة من الناحية الخارجية :

إن ما يبرمه رئيس الدولة ملزم للأمة ، ولا يجوز للرعية مخالفته ما لم ينته أجله،أو ينقض نقضا مشروعا بعد إنذار وإمهال أو يخل الطرف الثاني بعهده.، وهذا يعني اعتبار الدولة من الوجهة السياسية الخارجية شخصا حكميا يمثله الحاكم ويتعاقد باسمه.

وأما من الناحية الداخلية فإنَّ الموظفين والعمّال والقضاة والولاة لا ينعزلون بموت السلطان الذي عيّنهم لأن السلطان نائب عن الأمة ويكون فعله بمنزلة فعل جماعة الأمة،وأما عزل الولاة في حياته فهو حق يمارسه نيابة عن الأمة التي بايعته لتسيير وضبط شئون البلاد والعباد بما في ذلك تعيين أو عزل أو استبدال الموظفين .

وأمّا من الناحية المالية فإنَّ النصوص الفقهية تؤكد أنّه إذا أخطأ القاضي بقضائه دون عمد في الحقوق العامة الخالصة – حقوق لله – كقطع يد السارق إذا ظهر بعده أن الشهود كاذبون،لايضمن القاضي الدية،بل ضمانها في بيت المال لأنَّ عمل القاضي لمصلحة الأمة فكان خطؤه عليهم،فيؤدى الضمان من بيت مال المسلمين .

والخلاصة : إن الفقهاء اعتبروا لمجموع الأمة أو الدولة شخصية حكمية ذات أهلية وذمة مستقلة عن شخصيات أفرادها الذين تتألف منهم،ولها مالية خاصة مستقلة عن أموالهم،ففي بيت المال قال الفقهاء: بيت المال وارث من لا وارث له،وفي الوقف قالوا " الوقف يستحقُّ ويُستَحقُّ عليه"[258]

ومن هنا أقر الفقهاء المعاصرون[259] بأن للصناديق الاستثمارية شخصية اعتبارية مستقلة ،وقالوا أنَّ الاكتتاب في الصندوق وفق ضوابط شرعية

فيها تحقيق لمصالح الناس ولا تعارض نصًّا في الشريعة الإسلامية مادامت ضمن ضوابط لا تدع مجالاً للنزاع ، وأجازوا إجراء العقود باسم الصندوق سواء في تملك الوحدات الاستثمارية، أوالبيع والشراء، والاقتراض، والإقراض . وغير ذلك .

وبما أنَّ الشريعة الإسلامية صالحة لكل زمان ومكان فإنَّ مقاصد التشريع العامة لا تمنع أي تطور تقتضيه تعاملات الناس في شركة المساهمة أو غيرها.

ونظراً لما في التشريع الإسلامي من مرونة فيمكن الاستثمار والتمويل بأي صيغة كانت على أن تنضبط بالقواعد الشرعية .

المسألة الثانية :

أ) مشاركة المؤسس (جهة الإصدار) في الاكتتاب:

معظم الصناديق الاستثمارية تنص في لوائحها التنظيمية على حق إسهام الجهة المصدرة في رأس مال الصندوق، وأنه سوف تُعامل وتستحق كل حقوق المشاركة فيما يتعلق بالوحدات التي تكتتب فيها، وهذه الصيغة تحقق فائدة كبيرة لنجاح عمل الصندوق الاستثماري، فهي بالإضافة لكونها تعالج حالة عدم تغطية الاكتتاب، فإنَّها تمكّن الجهة المصدِّرة القيام بعملية تشغيل الصندوق في بدايته،كما تكون حافزاً لتطويره وتنمية نشاطاته في حالة احتياج الصندوق لمزيد من السيولة. مع مراعاة أنظمة الإدارة وقوانين إنشاء الصناديق الاستثمارية في تقدير حدود مثل هذه المساهمة والتي تنص على مايلي: "يشترك مدير الصندوق بنسبة لا تقل عن خمسة بالمائة من رأس مال الصندوق وفي حالة انقضاء فترة الاكتتاب دون تغطية الوحدات المطروحة للاكتتاب العام يمكن لجهة الإصدار الاشتراك في الوحدات المتبقية،على ألا تزيد عن خمسين بالمائة من رأس مال الصندوق،ولا يحق له التصرف بالوحدات التي تمثل الحد الأدنى لاشتراكه طيلة مزاولته لمهامه"[260] .

ب) الحكم الفقهي لمشاركة المؤسس (جهة الإصدار) بجزء من رأسمال الاستثمارالأصل في المضاربة أن يكون رأس المال من أحد العاقدين،والعمل من العاقد الآخر[261] وبمساهمة جهة الإصدار (المؤسس)

في رأس المال يكون المال مشتركا بين الطرفين، والعمل من أحدهما،ولا خلاف بين الفقهاء على جواز هذه الصورة إذا كانت بإذن رب المال أوتفويضه،وهذا التفويض واقع بموجب الاكتتاب وفق الشروط المنصوص عليها في نشرة الاكتتابووفق تعليمات البنك المركزي الذي ينص على وجوب المشاركة بحد أدنى لا يقل عن خمسة بالمائة ولا يزيد عن خمسين بالمائة،وإليك ما أورده الفقهاء في هذا الموضوع :قال في المبسوط " وإذا دفع إلى رجل ألف درهم مضاربة على أن يخلطها المضارب بألف من قبله ثمّ يعمل بهما جميعا،جاز" [262] وفي المدونة " أرأيت إن اشتريت بمال قراض،وبمال من عندي،أيجوز هذا ؟ قال: لابأس بذلك "[263] وفي تكملة المجموع " فإن خلط مال المضاربة ومال المضارب فيجوز ويصير شريكاً ومضارباً "[264] وفي المغني" إذا اشترك مالان وبدن صاحب أحدهما فهذا يجمع شركة ومضاربة ،وهو صحيح، وإذا دفع إليه ألفا مضاربة، وقال: أضف إليه ألفاً من عندكواتجر بهما،والربح بيننا،لك ثلثاه،ولي ثلثه، جاز،وكان شركة وقراضاً" [265] وتسمية هذه الخلطة مضاربة أو شركة لا تؤثر في جوهر الموضوع مادام أنّه قد حصل الاتفاق على صحتها،وعلى هذا يكون المضارب حينئذ شريكًا لرب المال فيما قدمه ومضاربًا له فيما تسلّمه منه.

وجاء هذا المعنى في فتوى مجمع الفقه الإسلامي التي تنص على " أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الوحدات،فهو رب مال بما أسهم به بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار، وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس"[266].

وعلى هذا يمكن للجهة المصدرة للصناديق الاستثمارية أن تنص في نشرة الإصدار أو في لائحة الصناديق على حقها في المشاركة في رأس مال المضاربة وحصولها على أوراق مالية بقدر الأموال التي تقدمها.وتكون الجهة المُصدرة مالكة للصندوق الاستثماري بقدر الحصة المكتتب بها، وهي تستحق نصيبًا من الأرباح بمقدار مساهمتها في رأس

مال الصندوق بصفتها رب مال، ونصيبًا آخر من الأرباح بصفتها مضاربًا بنسبة الحصة المحددة المتفق عليها.وبما أن الصناديق هي وعاء لمكونات استثمارية يتم المشاركة فيها عن طريق خلط الأموال بقصد تحقيق الربح.

ومن المعروف أن المؤسسات الضخمة لا يمكن أن تقوم على أكتاف شركات الأشخاص لأنَّ موارد الأفراد القليلين مهما عظمت لا يمكن أن تقابل النفقات الضرورية للصناديق لأن فكرتها تقوم على تجميع أموال كبيرة على أساس المشاركة وتتكون من رأس مال مقسم إلى أجزاء متساوية، يسمى كل جزء منها وحدةً،أو صك،ويكتتب فيه دون الحاجة إلى موافقة الشركاء الآخرين ،وذلك لتحقيق غرض معين.

لذا يعتبر الصندوق بهذه الصفة من قبيل (شركة العنان) حيث إنَّ المشاركة تتم بين مال ومال فلا ينظر فيها إلى شخص الشريك (الشخص الطبيعي) بل إلى حصته التي هي (وحداته في الصندوق) وبذلك يتمكن مالك الصك (الشريك) من نقل ملكية حصته دون إذن الشركاء الآخرين.

وغالباً يتم ذلك عن طريق الوكلاء،أو السماسرة نيابة عن البائع والمشتري ولقد ذهب جمهور الفقهاء إلى أنَّ للمضارب المأذون دفع مال المضاربة إلى غيره[267]

وغالباً تقوم جهة الإصدار(البنك المؤسس للصندوق) بالتعاقد مع شركة متخصصة في إدارة الاستثمار وذلك بأن تدفع أموال الصندوق إلى شركة تدير الاستثمار[268] وتجد ذلك في بيانات نشرة الاكتتاب حيث توضح البنك المؤسس للصندوق والشركة المديرة للاستثمار ،وعلى هذا فإنَّ المصرف لا يباشر الاستثمار بنفسه، وإنمـــا يدفع المال بعد تجميع أموال المكتتبين إلى شركة إدارة الاستثمار، وفي هذا الموضوع قرر المجمع الفقهي الإسلامي الثالث عشر الفتوى التالية:

أ) "المضاربة المشتركة: هي المضاربة التي يعهد فيها مستثمرون عديدون إلى شخص طبيعي أو معنوي باستثمار أموالهم مع الإذن له صراحة ، أو ضمنًا بخلط أموالهم بعضها ببعض أو بماله.

ب) المضاربة المشتركة : مبنية على ما قرره الفقهاء من جواز تعدد

أرباب الأموال ، وجواز اشتراك المضارب معهم في رأس المال ، وإنها لا تخرج عن صور المضاربة المشروعة في حال الالتزام فيها بالضوابط الشرعية المقررة للمضاربة .

ج) المستثمرون بمجموعهم همأرباب المال، والعلاقة بينهم -بما فيهم المضارب إذا خلط ماله بمالهم – هي المشاركة، والمتعهد باستثمار أموالهم هو المضارب ، سواء أكان شخصًا طبيعيًا أم معنويًا ، مثل المصارف والمؤسسات المالية ، والعلاقة بينه وبينهم هي المضاربة لأنه هو المنوط به اتخاذ قرارات الاستثمار والإدارة والتنظيم . وإذا عهد المضارب إلى طرف ثالث بالاستثمار فإنها مضاربة ثانية بين المضارب الأول وبين من عهد إليه بالاستثمار وليست وساطة بينه وبين أرباب الأموال "[269] .

المسألة الثالثة : إدارة الصندوق :

تدار غالبية الصناديق على أساس عقد المضاربة أوالوكالة بالاستثمار وإليك بيان ذلك فيما يلي:

الطريقة الأولى: على أساس المضاربة:

"وذلك بأن يكون لعمل المدير حصة شائعة من الربح ، ولا يجوز أن يشترط مبلغاً مقطوعاً لأنَّ كل شرط من شأنه أن يقطع المشاركة يعتبر مفسداً للمضاربة .

والمتبع في صورة المضاربة لإدارة الصناديق هي المضاربة المقيدة حيث تشتمل نشرة الإصدار على القيود والشروط التي تحدد مسار الاستثمار من حيث مجال الاستثمار في العقار أو المنافع،أو التجارة أو التصنيع،أو المزارعة ، أو المساقاة ..الخ ، وكيفية توزيع الأرباح،وتحديد أيام إعادة الشراء للوحدات،وتوزيع الأرباح شهرياً أو سنوياً ومكان الاستثمار...الخ،وذلك في النظام واللوائح التي يضعها المدير (المضارب) ويبدي استعداده للتقيد بها ولا أثر لكون مصدر التقييد هو رب المال مباشرة،أوالمضارب بموافقة رب المال لأنَّ إسهام المشاركين في الصندوق بحسب شروط النشرة هو موافقة منهم وكأنها صادرة منهم أصالة، وهذا هو الوضع المناسب لكثرة عدد المشاركين فيتعذر سؤال كل شخص عن القيود التي يرغبها في المضاربة" [270] .

لذلك نشرة الاكتتاب بمقدار ما تكون محتوية على شروط فيها قيود أساسية لإدارة نشاط الصندوق وبشكل مطمئن للمستثمر تجد جمهور المكتتبين يتوجهون إليها، وما لم يتوافر في نشرة الاكتتاب هذه القيود المطمئنة للمستثمر فقد لا تكتمل ولادة الصندوق،وتخسر الشركة المؤسسة سمعتهاوالنفقات التي دفعتها.

الطريقة الثانية:على أساس الوكالة بالاستثمار:

ويتم فيها تحديد أجرة مقابل عمل المدير بنسبة يكون فيها الأجر معلوماً، أو بمبلغ مقطوع، حيث يستحق الأجر في كل الأحوال ربح الصندوق أو خسر،والأجرة تستحق للمدير حسب الاتفاق في مواعيد دورية حسب نظام الصندوق سنويًا،أو كل ثلاثة شهور،أو شهريًا ،وقد تكون شركةِ إدارة الصندوق من المكتتبين الذين يملكون عدداً من الوحدات ففي هذه الحالة تكون شركة الإدارة هي وكيل،وشريك ، ويتم في هذه الشركة خلط أموال المستثمرين بأموال المدير،فإذا وقع ذلك فمن الواجب الفصل التام بين عقد الإدارة، وبين عقد إصدار الوحدات،بشكل لا يؤدي إلى قطع المشاركة،لأنّ ما يحدث نتيجة تخصيص مبلغ معلوم للمدير وهو أحد المشاركين،فقد تكون الأرباح بمقدار أجرة المدير،فيكون المدير استحوذ على الربح كله وبذلك تنقطع الشراكة لحصول أحد الشركاء على الربح كله دون الشركاء الآخرين .

ومن هنا كان التخريج الفقهي لهيئة المعايير الشرعية والمجمع الفقهي الدولي أنّ هذه الحالة ينطبق عليها أحكام الشركة ونصه ما يلي " أنّه يجوز تكليف أحد الشركاء بإدارة الشركة لقاء أجر بشرط أن يكون ذلك بعقد مستقل منفصل عن عقد الشركة، وألا يكون ذلك من شروط الشركة بحيث يمكن عزله دون أن يترتب على ذلك تعديل عقد الشركة أو فسخه،وحينئذ يجوز تحديد أجر محدد له،ومستند ذلك أنّه لا يمثل هنا صفة الشريك،بل إنّه أجير خاص يمكن عزله،بينما الاستعانة به كشريك يؤدي ذلك إلى ضمان رأس ماله،وعدم تحمل الخسارة بقدر رأس ماله إذا وقعت 271"

وبناءً على ما سبق يتم إجراء عقد الإدارة منفصلاً عن عقد إصدار الوحدات،وبذلك يكون ما يأخذه مدير الصندوق من أجرة يحصل عليه بصفة أخرى مختلفة تمامًا عن صفة المشارك،فإذا فسخ عقد الإجارة استمر عقد المشاركة في الوحدات.

وقد جاء في فتاوى الندوة الفقهية الثامنة للبركة النص على جواز إدارة الصناديق بكل من المضاربة والوكالة وهذا نصه :

"يجوز إعطاء المال لمن يعمل فيه بنسبة من الربح على أساس المضاربة التي يستحق فيها المضارب نسبة شائعة من الربح،كما يجوز إعطاء المال إلى من يعمل فيه على أساس عقد الوكالة بالاستثمار بأجر معلوم،أو بنسبة معلومة من رأس المال ويستحق الوكيل الأجرة سواء تحققت أرباح أم لا،وتطبق على هذه المعاملة أحكام الوكالة بأجر لا أحكام المضاربة "[272]

والجدير بالبيان أن إدارة الصناديق تتعلق بالموجودات التي تحوّل إليها رأس مال الوحدات المقدم من حملة السندات ،وأما المدير فإنّه يمثّلهم ويعمل لصالحهم في توظيف الأموال حسب الشروط المقبولة منهم المبينة في لوائح الإصدار،وحتى في الحالات التي يكون فيها المدير هو مصدِّر السندات والمستفيد من مبالغ الاكتتاب لبيعه موجوداته إلى حملة السندات فإن سلطته مستمدة منهم،لأنَّ الموجودات التي يديرها صارت مملوكة لهم وهي أمانة في يده،ويمكنهم إذا اقتضى الأمر تنحيته عن الإدارة وهي مهمة منفصلة عن الإصدار .

صيغة التعاقد في الصناديق :

الأصل في المضاربة أن يتم الإيجاب والقبول بين المضارب ورب المال وذلك بأن يتعرف كل واحد منهما على الآخر ويجري التفاهم بينهما على الشروط ويتم الإيجاب والقبول في مجلس التعاقد ، ولكن في الصناديق أرباب المال قد يكونون بالآلاف ومعرفة رغبة كل منهم والاجتماع مع كل منهم من المتعذَّر فما هو الحل لهذه المسألة :

ذهب فقهاء معاصرون إلى اعتبار الاكتتاب في رأس مال الصندوق هو (الإيجاب) بينما تعتبر موافقة الجهة المصدرة للسندات هي (القبول) ،

وقالوا بذلك تنعقد المضاربة صحيحة منتجة لآثارها،وهذا الاجتهاد يتوافق مع ما ذهب إليه جمهور الفقهاء حيث يعتبرون أن الإيجاب:هو ما صدر ممن يكون منه التمليك سواء صدر أولاً،أو صدر ثانيًا.والقبول:هو ما صدر ممن يصير له الملك وإن صدر أولاً[273].

وإليك قرار مجمع الفقه الإسلامي في توضيح ذلك وهذا نصه [274] "يقوم العقد في سندات المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار)، وأن (الإيجاب) يعبر عنه الاكتتاب في هذه السندات،وأن (القبول) تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة "وهذا القرار ينسجم مع الصورة التي تحتفظ فيها جهة الإصدار بحقها في قبول مشاركة المكتتب أو رفضها، أما إذا كانت جهة الإصدار قد أعطت للنشرة صفة الإيجاب الموجه للجمهور الملزم لها طيلة فترة الاكتتاب،وتخلت عن حقها في إبداء الرأي في قبول المشاركة أوعدم قبولها فإن النشرة تعتبر في حد ذاتها إيجاباً،ويكون القبول هو تقدم المكتتب للمشاركة من خلال توقيع الاستمارة وحده،أو اقترانه بتحويل مبلغ المشاركة،وهذا هو مذهب الحنفية [275] إذ يعتبرون أن الإيجاب:هو ما صدر ابتداءً من أحد الطرفين.والقبول:هو ما صدر ثانيًا من الطرف الآخر معبرًا عن رضاه" أ . هـ

وبناءً على ما تحدده نشرة الاكتتاب يمكن الحكم على أنَّ جهة الإصدار اختارت الرأي الأول أو الثاني وذهبت هيئة المعايير الشرعية إلى التوضيح التالي :

" تمثّل نشرة إصدار الصندوق التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين، ويمثل الاكتتاب في الوحدات الإيجاب ، أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة إلا إذا صرَّح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فيكون حينئذٍ إيجاباً ، ويكون الاكتتاب قبولاً " [276]

المسألة الرابعة :

علاقة الأمين مع الصندوق [277] :

أمين الاستثمار مؤسسة مالية – وفي الغالب تكون مصرفاً – يكون من مهامها حفظ الأصول التي تتكون منها محفظة الاستثمار، وتنفيذ التعليمات الصادرة من مدير الصندوق بشأن الوحدات المودعة لديه من

بيع وشراء واستبدال وغير ذلك، كما يعهد إليه بتسوية العلاقات المالية التي تنشأ بين مدير الاستثمار والمستثمرين.

ويتعين بموجب قوانين استثمار الصناديق على مدير الصندوق أن يعين أميناً للاستثمار توافق عليه جهة الإشراف ولا يجوز لمدير الصندوق عزل أمين الاستثمار إلا إذا كانت هناك أسباباً تدعو لذلك وبشرط الحصول على موافقة جهة الإشراف ، وتحدد القوانين للأمين المهام التالية :

اولاً : يجب على أمين الاستثمار إمساك السجلات والدفاتر اللازمة لضبط حسابات الصندوق ويجب على أمين الاستثمار أن يحتفظ بالسجلات والدفاتر اللازمة للرقابة على مدير الصندوق.وتخضع هذه السجلات والدفاتر لرقابة جهة الإشراف ويجوز لها أن تتحقق من صحة أي بيان مدون بها.

ثانيا:يجب أن يكون لمين الاستثمار مؤسسة مستقلة عن مدير الصندوق ولديها القدرة على مراقبة مدير الصندوق والتأكد من قيامه بإدارة واستثمار أموال الصندوق في حدود أحكام القانون وهذه اللائحة ونظام الصندوق وأمين الاستثمار وقرارات وتعليمات جهة الإشراف ويجب على كل من مدير الصندوق وأمين الاستثمار أن يفصحا عن أية مصالح مشتركة بينهما وأن يقوما بإخطار جهة الإشراف بنوع ومدى هذه المصالح ولجهة الإشراف أن تقوم بالإفصاح عن هذه المصالح إذا رأت مبرر لذلك.

ثالثا: يتقاضى أمين الاستثمار أتعابه من الصندوق بنسبة محددة من القيمة الصافية لأصول الصندوق ويراعي في تحديد النسبة طبيعة استثمارات الصندوق وأهدافه.

رابعا: يقوم لمين الاستثمار بمراقبة أعمال مدير الصندوق والاحتفاظ بأموال وأصول الصندوق والتأكد من أن هذه الأموال تدار وتستثمر في حدود الأساليب والسياسات المحددة بنظام الصندوق.

خامسا: يكون لأمين الاستثمار الحق في الإطلاع على السجلات والدفاتر والأوراق والوثائق المتعلقة بإدارة واستثمار أموال الصندوق.وعلى مدير

الصندوق أن يزود أمين الاستثمار بنسخ أو صور من كافة المعاملات التي يجريها لحساب الصندوق وبكافة التغييرات التي تطرأ على سجل المشتركين.

سادساً: على أمين الاستثمار أن يقوم بتنفيذ الالتزامات المترتبة على قيام مدير الصندوق بإدارة واستثمار أموال الصندوق ما لم يكن تنفيذ هذه الالتزامات متعارضاً مع أحكام القانون أو هذه اللائحة أو نظام الصندوق أو القرارات والتعليمات التي تصدرها جهة الإشراف وتتولى جهة الإشراف الفصل في أي خلاف قد ينشأ بين المدير والأمين بسبب تنفيذ هذه الالتزامات.

سابعاً: يجب على أمين الاستثمار أن يقوم بتقييم حصص أو وحدات الاستثمار بالطريقة وفي المواعيد المحددة [278] لذلك ويجب أن يكون هذا التقييم صحيحاً ومطابقاً للواقع ويراعي في إجراء التقييم طبيعة استثمارات الصندوق [279] .

ثامناً: يلتزم أمين الاستثمار بإخطار جهة الإشراف بأية مخالفات تقع من مدير الصندوق وله أن يطلب من مراقب الحسابات القيام بفحص حسابات الصندوق في أي وقت شاء وتزويده بتقرير بنتيجة أعمال الفحص التي قام بها.

المبحث الثاني

المسألة الأولى :

تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات الاستثمار للاكتتاب العام

تعريف الوحدة الاستثمارية

الوحدة الاستثمارية :هي النصيب الذي يشترك به المساهم في رأس مال الصندوق وتتمثل الوحدة في صك يعطى للمساهم،يكون وسيلة في إثبات حقوقه في الصندوق فعندما يشتري شخص وحدات من صندوق يكون بذلك قد حصل على وثيقة تبين النسبة المئوية للملكية لحامل الصك، وتقوم الجهات المصدرة عادة بتقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أوحصص متساوية القيمة الاسمية، وهي تمثل حصصًا شائعة في رأس المال. وتسلم شهادة بهذه الوحدات لكل مكتتب بقدر ما دفع من أموال مشاركة في الصندوق، فتتقسم جميع الحقوق والالتزامات المقررة للصندوق بين مختلف المشاركين في حدود حصة كل واحد منهم في رأس المال، ذلك أن هذه الوحدات تعتبر وثيقة تثبت وتحدد ملكية كل مشارك لحصته في رأس المال.

ولا يوجد مانع شرعي من تقسيم رأس مال الصناديق الاستثمارية إلى وحدات أو حصص أوأي وثيقة أخرى تمثل حصة شائعة في رأس المال [280]،وذلك لأن هذه الصناديق هي تطبيق جديد لعقد المضاربة، ويجوز في الفقه الإسلامي تعدد رب المال في المضاربة بحيث يساهم عدد كبير من الأفراد في تقديم رأس المال الذي يصير مملوكًا لهم جميعًا، وتتحدد ملكيتهم فيه بمقدار الحصّة المساهم بها. فيكون هذا التقسيم عبارة عن إجراء فني وضع ليتلاءم مع تعدد رب المال في الصناديق أو ما يسمون بالمشاركين أوالمستثمرين في الصناديق[281] وقد أقر مجمع الفقه الإسلامي تجزئه رأس المال حيث جاء في تعريف سندات المقارضة " هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار شهادات ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصًا شائعة في رأس مال

المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه. وتسمى هذه الأداة الاستثمارية "صكوك المقارضة".[282]

والصك يمثل ملكية حصة شائعة في المشروع وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعًا للمالك في ملكه من بيع ، وهبة، ورهن، وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة. وهذا ما ذهبت إليه الفتوى الخامسة لندوة البركة حيث أقرت تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص أو أسهم، فقد جاء فيها:" يجوز الاتفاق على بيع حصص أو أسهم في شركة ذات موجودات حقيقية ليست مقتصرة على الديون والنقود أو أحدهما، بشرط احتفاظ البائعين باسم الشركة، وإبقاء إدارتها في يد من يملكون الأسهم المبيعة، ويعتبرون بهذا الشرط بمثابة رب المال في المضاربة الشرعية بشروطها" [283]،ولكن شهادات الملكية لهذه الوحدات الاستثمارية حسبما هو منتشر في تعاملات الأسواق المالية قد تكون الشهادة مسجل فيها اسم مالك الوحدات،وهناك شهادات ملكية مكتوب عليها لحاملها وغير مكتوب عليها اسم المالك ويتم نقل الملكية فيها كالشهادات الاسمية وفي هذه المسألة ترى الاجتهادات الفقهية في اتجاهين مختلفين وبيان ذلك فيما يلي:

الاتجاه الفقهي الأول:

يشترط أن تصدر هذه الوحدات اسمية أي يسجل على شهادة الوحدات اسم صاحبها وليس لحاملها، فلابد أن يكتب عليها اسم مالكها وبالتالي لا تنتقل ملكيتها إلا بطريقة القيد في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الجهة المصدرة، وذلك بهدف الحفاظ على الحقوق وضمان عدم خلط حق شخص بحق آخر.

ودليلهم أنَّ إصدار شهادة تمليك وحدات لحاملها، وعدم كتابة اسم صاحب الوحدات يؤدي إلى عدم معرفة الشريك أو رب المال، وبالتالي قد يفضي إلى نزاع وخصومة كما أنه قـد يـؤدي إلى إضاعـة الحقوق ،حيث إنَّ أي شخص وقعت يـده على هـذه الوثيقة

– سواء كان عن طريق السرقة أو الغصب أو غير ذلك – يعتبر صاحبها من أرباب المال المساهمين في الصندوق، وقالوا: أن كل ما أفضى إلى النزاع والضرر ممنوع شرعًا" [284]

أما الاتجاه الفقهي الثاني:

لا يشترط عندهم تسجيل الاسم على شهادة الوحدات أو الأسهم وقالوا "بما أن المبيع في الوحدة أو السهم لحامله هو حصة شائعة في موجودات الشركة، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة، فلا مانع شرعًا من إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة وتداولها"[285]

وأرى بأن الاتجاه الأول أحفظ للحقوق،وأقرب إلى مقاصد التشريع في العقود التي تؤكد على تلافي أي جهالة في العقود تفضي إلى نزاع أو خصومة،وهذا ما نصت عليه القوانين التجارية العربية [286] أن تكون جميع الأسهم اسمية،فلا يجوز أن تكون أسهما لحاملها أو للأمر

المسألة الثانية :

نشرة الإصدار وصيغة التعاقد (الإيجاب والقبول):

بعد مرحلة التخصيص أو الزيادة في رأس مال الصندوق، تأتي مرحلة التعاقد النهائي بين المستثمرين وجهة الإصدار، حيث تقوم هذه الأخيرة بإصدار الشهادات وإرسالها للمشاركين خلال مدة لا تزيد عن فترة تحددها نشرة الاكتتاب.ومثل كل العقود، تنعقد المضاربة بإيجاب وقبول،وهو التعبير الدال على إرادة المتعاقدين لإنشاء العقد وإبرامه،والأصل في العقود اتفاق الإرادتين،وتراضي المتعاقدين وليست الألفاظ إلا ترجمة عن ذلك الاتفاق والتراضي،والتعاقد بالكتابة جائز عند جمهور الفقهاء وفي هذا جاء في مجلة الأحكام العدلية (الكتاب كالخطاب)[287]

وللفقهاء المعاصرون على اتجاهين في موضوع اعتبار الإيجاب هو ما صدر من المضارب أم هو ما صدر من المكتتبين وينبني على ذلك آثار تتوضح فيما يلي :

الاتجاه الأول :لبعض الفقهاء المعاصرين وهو اعتبار نشرة الإصدار أو لائحة الصندوق هي (الإيجاب) الصادر من المضارب والموجه إلى الجمهور، بينما يمثل الاكتتاب في رأس مال الصندوق (القبول)، وقالوا بذلك تنعقد المضاربة صحيحة منتجة لآثارها،وهذا هو مذهب الحنفية إذ يعتبرون أن الإيجاب: هو ما صدر ابتداءً من أحد الطرفين. والقبول: هو ما صدر ثانيًا من الطرف الآخر معبرًا عن رضاه [288].

الاتجاه الثاني : وهو رأي لفقهاء معاصرين آخرين فإنهم يعتبرون الاكتتاب في رأس مال الصندوق هو (الإيجاب) بينما تعتبر موافقة الجهة المصدرة للصندوق هي (القبول)، وبذلك تنعقد المضاربة صحيحة منتجة لآثارها،وهذا مذهب جمهور الفقهاء حيث يعتبرون أن الإيجاب: هو ما صدر ممن يكون منه التمليك سواء صدر أولاً،أو صدر ثانياً .

والقبول: هو ما صدر ممن يصير له الملك وإن صدر أولاً [289]

وإلى هذا ذهب مجمع الفقه الإسلامي وهذا نصه: "يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار)، وأن (الإيجاب) يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن (القبول) تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة" [290] وهذا القرار ينسجم مع الصورة التي تحتفظ فيها جهة الإصدار بحقها في قبول مشاركة المكتتب أو رفضها .أما إذا كانت جهة الإصدار قد أعطت للنشرة صفة الإيجاب الموجه للجمهور الملزم لها طيلة فترة الاكتتاب، وتخلت عن حقها في إبداء الرأي في قبول المشاركة أو عدم قبولها فإنّ النشرة تعتبر في حد ذاتها إيجاباً، ويكون القبول هو تقدم المكتتب للمشاركة من خلال توقيع الاستمارة وحده،أو اقترانه بتحويل مبلغ المشاركة وهذه الصورة تتوافق مع الاتجاه الأول

وبناءً على ما تحدده نشرة الاكتتاب يمكن الحكم على أنّ جهة الإصدار يتوافق اختيارها مع الاتجاه الفقهي الأول،أو الثاني .

المسألة الثالثة :

نفقات التأسيس والتسويق .

تعتبر مسألة كيفية تحميل وحسم مصاريف إنشاء وتأسيس الصناديق الاستثمارية من أهم المواضيع المطروحة لدى الجهات التي تتولى عمليات

الإصدار، ذلك أن تأسيس أي صندوق يحتاج إلى تخطيط وتنظيم وهيكلة تمهيدًا لطرح وحداته، وتقوم الجهة المصدرة بكل تلك الأعمال التمهيدية قبل ظهور الصندوق بشكله النهائي وبالتالي قبل التعاقد مع المشاركين الذين يقبلون المساهمة في الصندوق وقبل حصولها على صفة المدير أو المضارب للصندوق، وكل تلك الأعمال تُعْتَبر من التحضيرات اللازمة التي تظهر آثارها الإيجابية في إنشاء الصندوق وعمله وتؤثر في نفعها العائد على جميع الأطراف، لأنها تمكّن في النهاية من تحديد كيفية التعاقد وإطاره ومكانه وزمانه وموضوع النشاط وتنظيم العلاقات المختلفة بين الأطراف وبينها وبين الغير،ولماكانت أعمال التأسيس هذه تتطلب مصاريفا وأموالاً قد تبلغ آلاف الدنانير،لذا كان من الضروري بيان من يتحملها،هل هي الجهة المصدرة للصندوق؟ أم المشاركون في الصندوق عند طرحه؟ أم يتحملها الطرفان بانتقاص قيمتها من الوعاء الكلي للصندوق؟ ولدى استعراض نشرات الاكتتاب في الصناديق ترى أنّها تنص في عامة الصناديق على أنّه يتم خصم هذه المصاريف من إجمالي أصول الصندوق،أي أنه لا تخصم من حصة المدير وحده،وإنما من عموم حصته وحصة المستثمرين ، ويتم النص في نشرة الاكتتاب قبل القيام بالطرح الأولي لأسهم الصندوق بعبارات متقاربة تفيد ما يلي: " يتحمل الصندوق كافة مصاريف التأسيس التي أنفقها المدير لإنشاء وإدارة الصندوق،وأتعاب المحامين،وأتعاب مسك سجلات مساهمي الصندوق،ومدققي الحسابات على ألا تتجاوز مبلغ ومقداره كذا " وذلك وفق قوانين إنشاء الصناديق تنص على ألاتزيد نفقات التأسيس عن خمسين ألف دينار كويتي أو ما يعادلها ، ويجب أن يتم ذكر ذلك في نشرة الإصدار ،وبناءً على معلومية ذلك قد يوافق المكتتبون على الاشتراك أو عدمه.[291]

التكييف الفقهي لنفقات التأسيس والتسويق:

لقد بحث هذا الموضوع الفقهاء المعاصرون وبعض هيئات الفتوى والرقابة الشرعية للبنوك والمؤسسات الإسلامية، والاتجاه العام لدى هذه الهيئات الشرعية هو أن يتحمل المضارب (الجهة المصدرة للصندوق)

مصاريف التأسيس إذا لم يتم النص على غير ذلك في نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق. ويعتمد هذا الرأي على رأي الحنابلة [292] القائل بجواز تحميل نفقة المضارب على مال المضاربة عند اشتراط ذلك في العقد لحديث " المسلمون عند شروطهم" [293] أما في حالة عدم النص فإن مصاريف المضارب يجب أن تحسب عندهم من ماله الخاص، وفي حالة النص على تحمل الصندوق مصاريف التأسيس، تبرز بعض الإشكالات التي تتطلب الحل الشرعي ومنها:

– هل تُحمّل تلك المصاريف على أرباب المال المكتتبين فقط فيدفعون قيمتها عند الاكتتاب ولا تتحمل جهة الإصدار شيء من ذلك؟ أم إنها تحسم من الأرباح التي تتحقق بعدئذ قبل التوزيع فيتحمل أثرها كل من جهة الإصدار وأرباب المال؟

في هذه المسألة انقسم الفقهاء المعاصرون إلى فريقين ، وبيان أدلتهما فيما يلي :

الفريق الأول:

يرى توزيع عبء مصاريف التأسيس على الصندوق، لأنّ مآلها لصالحه، ولأجله، فهي إما أن يطالب بها المشاركون عند الاكتتاب،وإما أن تحسم من صافي الأرباح التي تتحقق بعدئذ قبل التوزيع فيتحمل أثرها كل من المضارب وأرباب الأموال،ولأن كلاً منهما مستفيد من الأعمال التحضيرية التأسيسية للصندوق،فهذه المصاريف تحسم من صافي الأرباح التي تتحقق وذلك قبل التوزيع لها بالنسب المقررة. وبهذه الطريقة يتحمل المضارب جزءًا منها بحسب نسبته من الربح،وكذلك أرباب الأموال بحسب نسبتهم، لأن حسمها من الأرباح يعود بالنقص على الطرفين بنسبة ربح كل منهما.

ويكون تقدير مصاريف التأسيس بالمصاريف الفعلية، بمعنى تحديدها بما تم صرفه فعلاً سواء كان لتغطية جهود الغير أو جهود المضارب نفسه بأن تقوّم بأجر المثل.

وإلى هذا ذهبت مجموعة دلة البركة وهذا نصها:«يجوز أن تُحَمّل مصروفات إنشاء وتسويق الصناديق والأوعية الاستثمارية على مال

المضاربة إذا تضمنتها نشرة الإصدار وكانت مصاريف فعلية محدّدة بمبلغ معين أو بحد أقصى يذكر في النشرة، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار كانت هذه المصروفات على المضارب، ولا مانع من تثبيت مصاريف تأسيس وإنشاء الصناديق على أساس نسبة مئوية مقطوعة من رأس مال الصندوق مع إعلام المساهمين بها في النشرة شريطة إعادة النظر في تلك النسبة عند انتهاء مرحلة التأسيس باقتطاع المصاريف الفعلية ورد الفرق إلى حساب الاحتياطي أو الربح القابل للتوزيع» [294]

الفريق الثاني :

يرى تحميل مصاريف التأسيس على أرباب المال المشاركين في الصندوق [295]، حيث ينظر إلى هذه المصاريف على أنها خدمات سابقة على المضاربة قام بها المضارب وطلب لقاءها مقابلاً حسب تقديره كثمن أو أجر لتلك الخدمات، وعرض على أرباب الأموال الاستفادة منها بتحمل نصيب من هذا المقابل. فإن قبلوا دخلوا في المشاركة، وإلا أحجموا عن الدخول أو طالبوا بإنقاصها إلى القدر الذي يرتضونه ويقبله المضارب. و يعتبر هذا المنهج من قبيل المساومة لأن المصاريف تحدد هنا من خلال ما يقدره المضارب من أجر للخدمات التي قدمها وليست مرتبطة بالمصاريف الفعلية، كما أن عبئها يكون على أرباب المال فقط. وهذا يشبه ما يقوم به أحد الشركاء أو الجيران من عمل في المال المشترك ويمكنهم من أن يستفيدوا منه بدفع ما يحدده من ثمن لتلك المنفعة. وكأنه من عمل الفضولي الذي يسري على من قصدهم به بإجازتهم له،وبهذا جرى العرف في كثير من الصناديق الاستثمارية،فترى المستثمرين بعد اطلاعهم على هذه الشروط في نشرة الإصدار يقومون بالاكتتاب بشراء الوحدات ويكون ذلك بمثابة إجازة لاحقة لهذا الشرط،ووفقاً للقاعدة الفقهية " الإجازة اللاحقة كالوكالة السابقة " [296]

أما نفقات التسويق :

فإنّ عمولة التسويق مثلها مثل بقية المصاريف المباشرة المتعلقة بالصندوق الاستثماري، ومنها تكاليف المطبوعات ونشرات الإصدار وتكاليف الإعلانات وغيره،فهذه تُستقطع جميعها من إجمالي الأرباح

المتحققة للإصدار، قبل أي توزيع للأرباح .وقد جاء النص على ذلك في الحلقة الفقهية الأولى للبركة:" يجوز أن تُحمَّل مصروفات إنشاء وتسويق الصناديق والأوعية الاستثمارية على مال المضاربة إذا تضمنتها نشرة الإصدار، وكانت مصاريف فعلية محددة بمبلغ معين أو بحد أقصى يُذكر في النشرة، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار كانت هذه المصروفات على المضارب".[297]

المسألة الرابعة :

المصروفات التشغيلية في الصناديق:

الهدف من إنشاء وإدارة مختلف الصناديق هو استثمار المال وتحقيق الربح من أجل توزيعه على أرباب المال أي المستثمرين في الصندوق. ومن المقرر في الفقه الإسلامي أنه لا ربح إلا بعد استرداد رأس المال وتغطية المصاريف لأن الربح هو وقاية لرأس المال.

ومن هنا كان ضرورة البيان والتفريق بين المصروفات التي تخصم من الوعاء الاستثماري أي من الصندوق، وبين المصروفات التي لا تخصم منه وإنما يتحملها المدير للصندوق وهو المضارب في حالة صناديق الاستثمار الإسلامية القائمة على صيغة المضاربة.

وجمهور الفقهاء على أنَّ هناك نوعين من المصروفات: أحدهما المصروفات الخاصة بأعمال المضاربة ذاتها، والثانية المصروفات المتعلقة بالمضارب نفسه وإليك تفاصيل ذلك فيما يلي :

أ- المصروفات الخاصة بأعمال المضاربة:

"المصروفات الخاصة بأعمال المضاربة هي التكاليف المباشرة المتعلقة بتنفيذ وتشغيل العمليات الاستثمارية المكونة للمضاربة أي للصندوق الاستثماري، وهذه تُحَمَّل بطبيعة الحال على المضاربة نفسها ويكون عبؤها على الطرفين: المشاركين بصفتهم أرباب المال والجهة المصدرة بصفتها المضارب، وعلى هذا الأساس تُخصَم هذه المصاريف من الربح إن كان هناك ربح، فينتقص ربح الطرفين بتوزيع الربح الصافي المتبقي بعد خصم المصاريف،ولكن إن لم يحصل ربح، فإن هذه

المصاريف تُخصَم من رأس المال فيخسر المضارب جهده وعمله،ويتحمّل ربُّ المال الخسارة كما هو معتمد في أصل المضاربة" [298]
ولا يجوز في هذه الحالة أن تُحَمّل المصروفات على المضارب لأنها قد تكون أكبر من حصتّه في الربح فلا يكون له نصيب منه بينما يتمتع رب المال بحصته في ذلك، وهذا يقطع المشاركة في الربح.

ب- المصروفات المتعلقة بالمضارب نفسه:

أما بالنسبة للمصروفات المتعلقة بالمضارب نفسه، وهي التكاليف الإدارية اللازمة لممارسة المضارب نشاطه في إدارة ومتابعة أعمال المضاربة مثل المصروفات الخاصة بوضع الخطط ورسم السياسات واختيار مجالات الاستثمار، واتخاذ القرارات الاستثمارية ومتابعة تنفيذها وحساب الأرباح والخسائر وتوزيعها وكذلك مصروفات إدارات الاستثمار والأجهزة التي تعتمد قراراتها وإدارة المتابعة وإدارة المحاسبة. فالأصل في هذا النوع من المصاريف أن يتحملها المضارب نفسه لأنها تخص أعمال واجبة عليه، وهو يستحق في مقابل قيامه بتلك الأعمال حصته المتفق عليها من الربح، فوجب أن تُغطّى هذه المصاريف بجزء من حصته في الربح.وقد ذكر الفقهاء في مسألة استئجار المضارب من يساعده في أعمال المضاربة، أنه إذا كان العمل المطلوب خفيفًا وسهلاً ولا يَشِقُّ على المضارب، وجرت العادة أن يتولى بنفس تلك الأعمال فإنه لا يصحّ أن يؤجر من مال المضاربة أشخاصًا آخرين يقومون بتلك الأعمال، لأن الربح الذي يستحقه المضارب هو في مقابل تلك الأعمال ويجب أن يتحمل متطلبات عمله، فإذا ما أنفق عليها يكون الإنفاق من ماله الخاص وليس من مال المضاربة.ولكنهم أضافوا أيضًا أنه إذا كان العمل المطلوب يشقّ عليه وليس في طاقته وإمكاناته القيام به بنفسه، فيجوز للمضارب استئجار من يساعده للقيام به إذا كان ذلك من مصلحة المضاربة، ويكون الإنفاق هنا من مال المضاربة، وليس من ماله الخاص [299] وهذا ما ذهبت إليه هيئة الفتوى لمجموعة دلة البركة [300] وهذا نصها:«المصروفات التي تلزم المضارب في مقابل حصته من الربح هي المصروفات التي تلزم لوضع الخطط ورسم السياسات ، واختيار مجالات

الاستثمار، واتخاذ القرارات الاستثمارية ومتابعة تنفيذها وحساب الأرباح والخسائر وتوزيعها وتشمل مصروفات إدارات الاستثمار والأجهزة التي تعتمد قـرارتها إدارة المتابعـة وإدارة المحـاسبة،على أنـه إذا اقتضت طبيعة المضاربـة الاستعانة بخبرات في المجالات السابقة التي تلزم المضارب والتي لم تكن متاحة في هيكله الوظيفي وقت الدخول في المضاربة فإن تكلفة هذه الخبرات تكون من مال المضاربة. وحيث إنَّه قد يحدث الاشتباه في نوع المصروفات التي يتطلب أن يتحمّلها المضارب أو تتحملها المضاربة، فإنه يمكن حل ذلك بأحد طريقين :

الطريقة الأولى :

وتكون بالرجوع إلى ما يراه الخبراء ووفقا لما تقرّره هيئات الرقابة الشرعيّة.

الطريقة الثانية :

وتكون بالنص صراحة في عقد المضاربة أو لائحة الصناديق الاستثمارية على الجهة التي تتحمل تلك المصروفات، وذلك عملاً برأي الحنابلة القائل بجواز تحميل نفقة المضارب على مال المضاربة إذا تم اشتراط ذلك في العقد[301]، وذلك عملاً بقولهﷺ«المسلمون على شروطهم»[302].

أما في حالة عدم النص في العقد من الذي يتحمّل هذه المصروفات،فإنّ مصاريف المضارب، تحسب من ماله الخاص[303] .

المبحث الثالث

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كلٍّ من:

المسألة الأولى : تداول الوحدات والضوابط

المسألة الثانية : التعهد بإعادة الشراء

المسألة الثالثة : التخارج وأحكامه في الصناديق .

المسألة الرابعة : الرافعة التقليدية والبديل الشرعي .

المسألة الأولى :

1) تداول الوحدات:

يمثل صك الوحدة الاستثمارية ملكية حصة شائعة في الصندوق أو الإصدار، وتستمر هذه الملكية طيلة مدتها، وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع ،وهبة،ورهن،وإرث وغيرها [304]

فيحق للمشارك للتصرف بالوحدة بالبيع ولكن عليه إعلام مدير الصندوق أو الإصدار وله أن يبيع بالقيمة المتراضى عليها بينه وبين المشتري سواء كانت مماثلة للقيمة الاسمية،أو السوقية،أو أكثر منها،أو أقل، وهذا ما تنص عليه نشرات الاكتتاب لأهميته وفي هذا جاء قرار المجمع الفقهي"إنَّ الأسهم قابلة للتداول بالبيع والشراء ،ويتم تسجيل التصرفات التي ترد عليها من بيع أو رهن أو تنازل أو تحويل في سجلات الشركة أو لدى مكاتب التسويق أو متعهدي الشراء، وتكون الشركة مسئولة أمام آخر مساهم مسجل لديها" [305]

2) الضوابط الشرعية لتداول الوحدات:

بما أنَّ الوحدة الإستثمارية حصة شائعة في موجودات الصندوق، فلا يوجد مانع شرعي للتصرف في هذه الحصة بالبيع والشراء وغيرها من التصرفات، فالشريعة الإسلامية كما تجيز التصرف في مجموع المال تجيز التصرف في الحصة الشائعة [306]

وقد جاء في فتوى مجمع الفقه الإسلامي بهذا الخصوص ما يلي [307] :

"يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، ويترتب على ذلك جميع الحقوق

والتصرفـات المقـررة شرعًا للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أنَّ الصكوك تمثل راسمال المضاربة.
وبالنسبة للأسعار التي تباع بها الوحدات الاستثمارية، فالأصل أن يتفق عليها بالتراضي بين الطرفين سواء كانت بالقيمة السوقية أو أكثر من ذلك أو أنقص لأنه من قبيل بيع حصة شائعة في موجودات الصندوق بالتراضي وقد أجاز قرار مجمع الفقه الإسلامي تداول الصكوك وفقًا لظروف العرض والطلب ولإرادة المتعاقدين:"يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقًا لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدين" [308] ولكن يجب عند التسعير مراعاة الأحكام الخاصة بموجودات الصندوق في كل حين، فقد تشمل هذه الموجودات أحيانًا خليطًا من نقود وديون وأعيان ومنافع، وقد تشمل أحيانًا أخرى بعضًا من هذه المكونات منفردة فتختلف حينئذ أحكام التصرف في الوحدات، ويمكن حصر أربع حالات أساسية لموجودات الصندوق تؤثر في ضوابط تداول الوحدات.
أ- أن تكون أكثر موجودات الصندوق نقودًا:
وذلك عند بداية طرح الصندوق الاستثماري وقيام المضارب بتسلُم رأس مال المضاربة أثناء فترة الاكتتاب، فتتكوّن موجودات الصندوق حينئذ من الأموال النقديّة المجتمعة من حصيلة الاكتتابات في رأس المال. وتَمتدُّ فترة الاكتتاب عادة في الصناديق الاستثمارية من بضعة أيام إلى شهر أو شهرين حسب مدّة الصندوق نفسه، ولا يتم خلالها احتساب الأرباح لهذه الصكوك لأن رأس مال الصندوق لا يزال نقدًا ولا يبدأ استثماره إلا من تاريخ غلق الاكتتاب. كما أن موجودات الصندوق تكون نقودًا في بداية تشغيل الصندوق إذا لم يتم استثمار الأموال وتحويلها من نقود إلى عمليات استثمارية (أصول ومنافع).وفي هذه الحالة التي تكون موجودات الصندوق نقودًا سواء أثناء فترة الاكتتاب أو بعدها فإنه لا يجوز تداول الوحدات بالبيع والشراء إلا وفق أحكام الصرف لأنه مبادلة نقد بنقد. ولا يجوز أن تُبَاع الصكوك إلا بقيمتها الاسمية دون زيادة أو نقص ويُعْتَبَر هذا البيع إقالة أو فسخًا لعقد المضاربة أي للاكتتاب وليس عقدًا

جديدًا.وكذلك الحال عند تصفية الصندوق حيث إنّه عند نهاية مدة الصندوق تتحول موجوداته إلى نقود. وعندئذ لا يجوز تداول الوحدات إلا بما يساوي حصتها من النقود التي تمثل القيمة الفعلية لموجودات الصندوق بعد تنضيضها وليس القيمة الاسمية للوحدة لأن النقد لا يباع بالنقد إلاّ متساويا ومع التقابض .

ب- أن تكون أكثر موجودات الصندوق ديونًا:

تكون موجودات الصندوق ديونًا في حالة استثمار أموال الصندوق في عمليات البيع الآجل (سواء بيع المساومة أو بيع المرابحة) أو في عمليات بيع السّلم.

وذلك لأن قيام المضارب بشراء بضائع وأصول ثم بيعها بالأجل يجعل مكوّنات الصندوق تتحوّل مباشرة إلى ديون في ذمّة المتعامل معهم. كما أن قيام المضارب يدفع رأس مال الصندوق في عمليات بيع السّلم يجعل مكوّنات الصندوق تتحوّل إلى ديون لأن المسلم فيه قبل قبضه يُعَدُّ دينًا في ذمة البائع.وفي هذه الحالة تمثل الوحدات ديونًا ويخضع تداولها لأحكام التعامل بالديون[309]، والجمهور: يمنعون بيع الديون ورهنها[310].أما المالكية:فإنهم يرون جواز بيع الدين للمدين به بما يساويه من النقود بشرط أن تكون النقود مقبوضة في الحال، أما إذا بيع الدين لغير المدين به فإنه يجب أن يُباع بغير جنسه، فإن كان الدين نقودًا وجب بيعه بسلعة أو بنقد يختلف عن الدين في جنسه "[311] ، وعلى ذلك فإن بيع الوحدة التي تمثل دينًا في الذمة يخضع لهذه الأحكام،وهناك شركات تنص بعدم التداول، وعلى سبيل المثال فإنّ شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية قامت بتكوين صندوق استثماري مخصص بالكامل لعمليات مرابحة ونصّت في نشرة الاكتتاب على عدم إمكانية التداول خلال كامل فترة الاستثمار بحيث يُشتَرَطُ على المشارك البقاء إلى تاريخ التصفية، ويُعتَبر هذا تطبيقًا لضوابط التداول في حالة كون أغلب موجودات الصندوق ديونًا [312].

جـــ- أن تكون موجودات الصندوق أعيانًا أو منافع:

تتجسّد هذه الحالة بعد تشغيل الصندوق وقيام المضارب بتحويل حصيلة الاكتتابات التي تمثل رأس مال الصندوق في شكله النقدي إلى

أعيان ومنافع، وذلك كأن يشتري المضارب معدّات وآلات وأصولاً مختلفة لتأجيرها أو أن يشتري قطعة أرض لاستصلاحها أو البناء عليها وتأجيرها.وسواء كانت موجــودات الصندوق أعيــانًا فقط أو منافع ، أو أعيانًا ومنافع معًا، فإن الوحدات تمثل حصّة في أعيان مالية،وبالتالي يجوز تداولها دون أي قيد أو شرط [313] .

د- أن تكون موجودات الصندوق مختلطة:

في هذه الحالة تمثل الوحدات حصّة شائعة في مجموعة موجودات الصندوق المتكوّنة من نقود وديون وأعيان ومنافع. والتوجه العام هنا أن تعامل هذه الصكوك أو شهادات الوحدات مثل معاملة الأسهم في الشركات بحيث يمكن تداولها بالبيع والشراء بتراضي الطرفين وبالقيمة التي يتفق عليها سواء كانت أقل أو أكثر من القيمة الاسمية المعلنة وذلك تبعًا للنتائج التي يحققها الصندوق، ولكن هذا التعامل مشروط عند بعض الفقهاء بأن تكون الأعيان والمنافع غالبة على النقود والديون ، لأن الشريعة الإسلامية تجعل الحكم للغالب، وبهذا صدر قرار المجمع الفقهي للدورة الرابعة وهذا نصه[314] : "يجوز تداول الصكوك بالضوابط الشرعية وفقاً لظروف العرض والطلب،ويخضع لإرادة الطرفين ،ولابد من مراعاة الأحكام الخاصة بموجودات الصندوق في كل حين وفق مايلي:

أ) " إذا كان التداول قبل مباشرة الصندوق بالعمل وكان المال لا يزال نقوداً فإنّه تطبق عليه أحكام الصرف،لأنّه مبادلة مال بمال وهو التقابض والتساوي عند اتحاد العملة ،أما عند اختلاف العملة فلايجب التساوي وإنما يجب التقابض .

ب) إذا أصبحت الموجودات ديوناً تطبق على تداول الوحدات أحكام تداول الديون .

وإذا صارت الموجودات مختلطة من النقود،والديون،والأعيان والمنافع فإنّه يجوز التداول وفقاً للسعر المتراضى عليه ولو بالتفاضل بين الثمن وقيمة الحصة كما يجوز البيع بتأجيل الثمن،بشرط أن تكون الغلبة للأعيان والمنافع " أ.هــ

وذهبت هيئات أخرى بأنّه بمجرد بدء النشاط لا حاجة إلى قياس الزيادة أو النقصان بين الأعيان والنقود والديون ويعتبر الصندوق في فترة ممارسة

النشاط النقود والديون تابعة للنشاط القائم لأنَّ غرض الصندوق منصب عليها،وليس على النقود والديون،وإنما هما تبع،و"التابع تابع لا يستقل بالحكم". [315]

ثالثا : تحرير المسألة في موضوع (التبعية) و(الغلبة) :

ذهب الفقهاء استنادا إلى مفهوم الأصالة والتبعية ومفهوم الغلبة (الكثرة)،والقلة والندرة أحكاما فقهية عديدة في مجال الاستثمار، وصارت مسرحاً لاجتهادات متفاوتة في موضوع موجودات الصندوق المختلطة وإليك بيان مايتعلق بذلك فيما يلي:

أولاً : الاجتهاد الأول :

يعتمد على قاعدة القلة والكثرة :وهي من قواعد الترجيح عند الفقهاء فيقولون : يقوم الأكثر مقام الكل " أو " الأكثر قد أجري مجرى الكل " أو" العبرة بالغالب " " أو " القليل تابع للكثير "[316]

وبناءً على ما سبق اعتمد فريق من الفقهاء تطبيق قاعدة (القلة والكثرة) في الصناديق الاستثمارية والشركات فقالوا إذا كانت الأعيان والمنافع في الصندوق أو الشركة غالبة على النقود والديون فيجوز التداول في الوحدات دون التقيد بقواعد الصرف أو الدين،وأما إذا كانت النقود والديون أكثر من الأعيان والمنافع فيطبق على بيع الوحدات ضوابط عقد الصرف أو الدين لأنَّ الشريعة الإسلامية تجعل " الحكم للغالب ".[317]

واختلف الفقهاء في تحديد الكثير فقالوا: هو ماكان أزيد من النصف [318] أي ما زاد عن خمسين بالمائة فهو كثير ومن تطبيقات ذلك أن الحيوانات السائمة هي التي ترعى الكلأ أكثر العام فقالوا : إذا رعت أكثر من نصف العام فهي سائمة.ومنهم من جعل الثلث حداً للكثير لقولهﷺ لسعد،الثلث والثلث كثير [318] وهناك من يرجع تحديده إلى العرف فقال : لاحدَّ للكثير واليسير، إنمَّا المرجع في ذلك إلى العرف " [319]

ثانياً : الاجتهاد الثاني :

ويعتمد على قاعدة الأصالة والتبعية وتوضيحها فيما يلي:

" الأصالة تعني كون الشيء هو المقصود الأساس في العقد،أي نية العاقدين كانت متجهة عليه أصالة ،التبعية : كون الشيء مرتبطاً بغيره،والتابع هو الذي يتبع غيره "[320]

ومثال الأصل والتبع "كالجنين في بطن الحيوان، فإنه لا يصح بيعه منفرداً عن أمه،وكحق الشرب فانه لايصح بيعه منفرداً عن الأرض،وكذلك من باع داراً بحقوقها،فإنّ البيع يتناول أرضها،وبناءها،وماهو متصل بها مماهو من مصلحتها كالأبواب المنصوبة " [321]

ومن التطبيقات المعاصرة لقاعدة التبعية شراء بعض الأجهزة الالكترونية المتطورة مع صيانتها بثمن محدد مع الالتزام بالقيام بأعمال الصيانة الدورية،وإصلاح الأعطال وقد تكون مدة الكفالة للمصاعد الكهربائية عشر سنوات أو أكثر،ولولا التزام الشركة بعقد الصيانة لما أقدم المشتري على شراء تلك الأجهزة وقد تكون قيمة الصيانة أكثر من قيمة الأجهزة،ومع ذلك فالتبعية متحققة لأن الصيانة تابعة لها [322].

بدائع ومثار الخلاف بين الفقهاء في موضوع تداول وحدات الصناديق المشتملة على نقود وديون تابعة للأعيان والمنافع هو أن الصناديق الاستثمارية والشركات والبنوك غالبية موجوداتها حسب ميزانياتها هي نقود وديون حيث إنَّها تمتلك عقارات وسيارات وأجهزة قد تكون نسبتها عشرون أو ثلاثون بالمائة أما السبعون بالمائة تقريباً فهي نقود وديون نتيجة البيع بالأجل وبالأقساط سواء كان لبيوع المرابحة،أو الإجارة التمليكية أو الاستصناع أو عقود السلم وغيرها،وبما أن الصك أو الوحدة الاستثمارية وثيقة تمثل حقاً مالياً ومعنوياً للمساهم في ذمة الصندوق بما له من شخصية اعتبارية ،والعبرة في الحكم على قابلية السهم للتداول هو نشاط الشركة وإنتاجها،وبما أنّ حركة الصندوق المحاسبية تتغير في كل يوم بل في كل ساعة فقد تمتلك المؤسسة من السلع والمعادن والأعيان المنقولة وغير المنقولة في أول النهار وتبيعها بأوقات متتابعة،كما أنها

تمتلك غيرها بحركة تجارية دائبة،وبالتالي يتعذَّر جعل المعيار هو قياس نسبة النقود والديون إلى الأعيان،وإنما يكون المعيار من الناحية العملية هو نشاط الشركة الذي على أساسه يتم تقدير قيمتها، لذلك تكون قيمتها السوقية غالباً تفوق الموجودات من أعيان ونقود لدى مقارنتها بشركة خاملة ترى فيها حركة النقود والأعيان بطيئة، من أجل ذلك لا يرى هذا الفريق من الفقهاء اعتماد قياس نسبة النقود والديون إلى الأصول والأعيان الموجودة وقالوا إنما العبرة لنشاط الشركة لأنَّ مثل هذه الأعيان والنقود لدى شركة خاملة تصبح ذات قيمة أكبر بكثير من قيمتها لدى توظيفها في صناديق استثمارية ذات نجاحات ونشاطات وسمعة محلية وعالمية عالية، ومن هنا ذهب هذا الفريق من العلماء [323] إلى القول بأنَّ الأصل هو نشاط الشركة وعملها،وأغراضها المصرح بها في النظام الأساسي، فإن كان غرض الشركة ونشاطها هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشرعية كالمرابحة والاستصناع والإجارة ونحوها، فإنَّ الديون والنقود الناتجة منها مهما كثرت لا تؤثر في تداول أسهمها إلا في فترة التأسيس حيث يكون رأس مال الصندوق نقوداً محضة لأنَّ الشركة لم تبدأ بممارسة نشاطها بعد، وكذلك في حالة تصفية الشركة حيث ينتهي نشاط الشركــة، أمــا فترة نشاط الشركــة فيعتبر النشاط الاقتصادي هو الأصل المتبوع والمقصود، وتعتبر الديون والنقود في طور التقليب المستمر إلى أعيان ومنافع وحقوق وديون ونقود وبحركة دائبة ،وقالوا تطبق على النقود والديون القاعدة الفقهية (التابع لا يفرد بالحكم مالم يصر مقصوداً) و(يغتفر في التابع مالا يغتفر في المتبوع)[324] واستدلوا لذلك بقوله ﷺ " من ابتاع نخلاً بعد أن تؤبر فثمرتها للبائع إلا أن يشترط المبتاع ومن ابتاع عبداً وله مال، فماله للذي باعه إلا أن يشترطه المبتاع" [325]

وقالوا بأنَّ الحديث يدلُّ بوضوح على جواز بيع ثمرة النخل مطلقا بدا صلاحها أم لم يبدو إذا كانت تبعاً للنخل، في حين أنَّه لا يجوز بيعها منفردة إلا بعد بدو صلاحها ، وكذلك العبد الذي له مال ، فإنَّ إطلاق الحديث يدل على جواز بيعه ولو كان المال الذي معه ربوياً،لأن العقد وقع

على العبد خاصة، والمال الذي معه تبع له،لا مدخل له في العقد ، والعبد داخل في باب التبعية لأنَّ العبد هو المقصود بالبيع،وليس ماله،والمال وقع تبعاً وهذا رأي الإمام مالك حيث قال :" الأمر المجتمع عليه عندنا أن المبتاع إن اشترط مال العبد فهو له نقداً كان أو ديناً "[326] وهذا يدل على عدم اشتراط كون المال التابع أقل من ثمنه، وفي هذا دليل على عدم النظر إلى الكثرة والقلة عند كون الشيء تابعاً، قال ابن عبد البر: (ويجوز عند مالك شراء العبد وإن كان ماله دراهم بدراهم إلى أجل وكذلك لو كان ماله ذهباً أو ديناً) وقال الشاطبي (فالحاصل أن التبعية ثابتة للأصل على الإطلاق) [327] وذكر النووي مثالا على ذلك فقال: لو باع شخص داراً بذهب،فظهر فيها معدن الذهب صح البيع لأنه تابع " [328].

أما إذا كانت أغراض الصندوق هي التجارة في العملات،أو الصرافة، أوبيع الديون وشراؤها فقط فإن تـداول وحداتها يحتاج إلى تطبيق قواعد الصرف ،أو أحكـام بيع الديون، ولكن إذا كانت أغراض الصندوق التجـارة من خلال عقود البيع، والشراء والمرابحة والسلم والاستصناع ونحوها الواقعة على السلع والمنافع والخدمات والحقوق فيجوز تداول الوحدات مهما كانت نسبة الديون ولكن اشترطوا مراعاة الضوابط التالية:

1. أن تحدد أغراض الصندوق بأعمال التجارة والاستثمار، من خلال العقود الواردة على السلع أو المنافع أو الحقوق،أي ألا تحدد أغراضها في الصيرفة،أو بيع الديون .
2. أن لا تقتصر موجودات الصندوق على النقود والديون فيكون فيها موجودات مادية أو معنوية من أعيان ومنافع دون النظر إلى النسبة.
3. أن تكون أعمال البيع والشراء والاستصناع ونحوها هي المقصودة أصالة،وتكون الديون أو النقود قد أتت تابعة غير مقصودة،وإنما اقتضتها طبيعة أنشطة المؤسسة بأن كانت تابعة للأعيان والمنافع.
4. يطبق معيار التبعية ابتداءً من ممارسة النشاط،أما فترة التأسيس وهي فترة ما قبل ممارسة النشاط،أوعند تصفية الصندوق حيث نهاية النشاط فلا يجوز التداول.

5. لا يجوز أن يتخذ القول بالجواز في تداول الوحدات ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها ،كأن يؤول نشاط الصندوق إلى المتاجرة بالديون التي نشأت عن السلع ،ويجعل شيئاً من السلع في الصندوق حيلة للتداول "[329] .

ولقد ذهبت هيئة المعايير الشرعية لاعتماد قاعدة التبعية ألا تقل القيمة السوقية للأعيان والمنافع والحقوق عن ثلاثين بالمائة ، وإليك نصه " إذا كان غرض الشركة ونشاطها التعامل في الأعيان والمنافع والحقوق فإنَّ تداول أسهمها جائز دون مراعاة أحكام الصرف أو التصرف في الديون شريطة ألا تقل القيمة السوقية للأعيان والمنافع والحقوق عن نسبة ثلاثين بالمائة من إجمالي موجودات الصندوق الشاملة للأعيان والمنافع والحقوق والسيولة النقدية ومافي حكمها (أي ديون الشركة على الغير والحسابات الجارية لدى الغير والسندات التي تملكها وتمثل ديوناً) . بصرف النظر عن مقدار السيولة النقدية والديون لكونها حينئذ تابعة " [330]

أما مجمع الفقه الإسلامي الدولي فقد ذهب في الدورة الرابعة عشرة إلى أن تكون الأعيان والمنافع أكثر من خمسين بالمائة وهذا نصه [331] :

"يجوز تداول الوحدات الاستثمارية بشرط أن تكــون الغلبة للأعيان والمنافع، أما في حـــالة كــون الغلبة للديــون والنقــد فيخضع التداول لضوابط عقد الصرف أو الدين لأن الشريعة الإسلامية تجعل الحكم للغالب .[332]

وبعد استعراض أدلة كل من الفريقين أرى بأنَّ ما ذهب إليه قرار المجمع الفقهي الدولي بأن تكون الأعيان والمنافع أكثر من خمسين بالمائة راعى في هذا الموضوع أنَّ واقع أغلب هذه النشاطات هو مرابحات وترتيب ديون آجلة يعقبها عمليات تورق ، وبالتالي فهي ديون ونقود ،فما لم يكن هناك اعتبار للأعيان والسلع والموجودات يصبح البيع لما يمثله الصك أو الوحدة الاستثمارية مجالاً رحباً لبيع الديون والنقود بعيداً عن أصل القواعد الشرعية لبيع الدين وأحكام الصرف ، كما أرى أن ما ذهبت إليه هيئة المعايير من اشتراط الثلث من الأعيان والمنافع يستأنس فيه بحديث والثلث كثير [333] كما أنَّ فيه تيسير ورفع حرج وتلبية لاحتياجات

المضارب والمستثمرين وفي المعاملات يعتبر التيسير هو أقرب لمقاصد التشريع [334] وبهذا تكون قد سلكت هيئة المعايير الشرعية في هذا الموضوع مسلكاً وسطاً في تطبيق قاعدتي الغلبة والأصالة .

المسألة الثانية:

أ) التعهد بإعادة الشراء (الاسترداد):

تقوم الجهة المنشئة للصندوق عند طرحها للوحدات الاستثمارية بالتعهد بإعادة شرائها عند الطلب بالسعر الذي تقومها به في مواعيد دورية،ويسمى هذا التعهد (الاسترداد) لما فيه من رد للوحدة إلى مصدرها، وقد يحصل التعهد عن طريق مؤسسات مالية أخرى، وفي كلتا الحالتين يتطلب الاسترداد والتعهد بالشراء توفير السيولة النقدية عند الطلب مما يقتضي الحصول على ربح من العملية ، كما أنَّ هذا التعهد ملزم لمن صدر عنه طيلة الوقت المحدد له،أي خلال مدة الصندوق،وقد تحفُّ به شروط وضوابط لتحديد الظروف الملائمة له،ورسم الأولويات عند زيادة الطلب على الاسترداد وهذا الموضوع يعتبر من الأهمية بمكان بالنسبة للمستثمرين لأنهم حسبما جرى العرف في الاستثمار في الصناديق أنَّ وحداتها الاستثمارية المطروحة للاكتتاب العام تتميز بقابليتها للتداول بالبيع والشراء وفقًا للأسعار السائدة فيحق لحملة الصكوك أو الشهادات أن يطلبوا في أي وقت من الأوقات استرداد قيمة صكوكهم طبقا للوائح الصندوق. وتكون عادة بأن يتقدم مالك الوحدات بطلب إعادة الشراء خطياً إلى وكلاء الدفع أو الجهة المصدرة مباشرة.

ونظرًا لغياب سوق المال الإسلامي الذي يتم فيه مثل هذا التداول، فإن جهة الإصدار هي التي تبادر عادة عند طرحها للصناديق الاستثمارية بالالتزام والتعهد بإعادة شراء الوحدات المتداولة (الأسهم أو الصكوك) وتحويلها إلى نقود عند الطلب بالسعر الذي تعلنه أسبوعيًا لعموم مالكي الوحدات. وقد يكون التعهد (بإعادة الشراء) من قبل جهة الإصدار نفسها،أوعن طريق مؤسسات مالية أخرى يتم الإعلان عنها في كل صندوق استثماري على حدة.

وتنص عادة لوائح الصناديق التنظيمية ونشرات الإصدار على كيفية تحديد أسعار إعادة الشراء، وتعيين الجهة المنوط بها ذلك، والجهات التي تعلن فيها تلك الأسعار، كما تنص أنه "في حالة زيادة طلبات الاسترداد المقدمة من المشتركين في أية فترة إذا زادت عن نسبة عشرة بالمائة من إجمالي عدد الوحدات المصدرة من قبل الصندوق، فإن من حق المدير وقف عملية الاسترداد لتلك الفترة أو تخفيض الوحدات المستردة بطريقة النسبة والتناسب ليكون إجماليها لا يزيد عن عشرة بالمائة من عدد الوحدات المصدرة للصندوق" [335]

ب) التكييف الشرعي لتحديد سعر إعادة الشراء:

من الواضح أن سعر إعادة الشراء لا يتحدد منذ البداية عند الإيجاب الصادر من الجهة المتعهدة، وإنما يقتصر في الإيجاب على الالتزام بشراء شهادات أو صكوك الوحدات الاستثمارية المعروضة بالأسعار السوقية المعلنة في حينه، فهل تعليق السعر بهذه الكيفية مقبول شرعًا أم أنه يؤثر في صحة الصيغة المقترحة؟

وتوضيح ذلك : أن الصيغة المقترحة من الجهة المتعهدة بالشراء يعتبر ما صدر عنها مجرد إيجاب – أي وعد بالشراء – ولا يتم البيع الحقيقي إلا في حالة اقتران هذا الإيجاب بالقبول أي عند قيام صاحب الصك أو الشهادة بطلب الاسترداد. فلا يوجد مانع شرعي من التواعد على شراء الوحدات لاحقًا بالقيمة السوقية المعلنة يوم الاسترداد، بل إن العدل يقتضي ذلك لأن سعر السوق منضبط، ويجب الوفاء بهذا الاتفاق إذا تم الالتزام به.

ولقد صدرت فتوى المجمع الفقهي بذلك وهذا نصها :"يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقًا لظروف العرض والطلب،ويخضع لإرادة العاقدين،كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقًا لظروف السوق والمركز

المالي للمشروع، كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، ويحسن الاستعانة في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقا لظروف السوق والمركز المالي للصندوق"[336]

المسألة الثالثة :

التخارج وأحكامه في الصناديق :

التخارج لغة: مصدر من الخروج فيقال تخارج الشركاء،أي تمَّ بينهم التخارج كأن يخرج كل واحد من شركته على ملكه إلى صاحبه بالبيع [337]
واصطلاحا: هو خروج الشريك عن ملكه إلى صاحبه بالبيع،ويمكن تعريفه بأنّه بيع حصة في أعيان مشتركة على سبيل التسامح في تكافؤ المبيع مع الثمن،وتطبيقه العملي في الصناديق الاستثمارية هو خروج مالك الصكوك عن صكوكه الاستثمارية التي يملكها بأن يبيعها لغيره بمال بالتراضي بينهما،والأصل فيه اصطلاح الورثة على إخراج بعضهم من التركة بشيء معلوم، أو إخراج الموصى له بشيء من التركة في مقابل ما يسلمه من المال[338] فهو تمليك قائم على تفاهم لفك الاشتباك وفيه تلبية لمصالح الجهتين.

ودليله:ماروي عن ابن عباس قوله:يتخارج الشريكان وأهل الميراث وفسره أبوعبيد:إذا كان المتاع بين الشركاء وهو في يد بعضهم دون بعض فلا بأس أن يتبايعوه وإن لم يعرف كل واحد نصيبه بعينه ولم يقبضه البائع[339] ويستأنس للتخارج ما حدث لتماضر زوجة الخليفة عثمان ﷺ التي طلقها في مرض وفاته وكانت واحدة من زوجاته الأربع فقضى لها علي ﷺ بحقها في الميراث فباعت حصتها وهو ربع الثمن بثلاثة وثمانين ألف دينار[340] وهذا قد وقع بمحضر من الصحابة دون نكير فهو من الإجماع السكوتي [341].

ويشترط لصحة التخارج أن تكون الحصة المتخارج عنها معلومة،والمعلومية هنا حاصلة بعدد الوحدات أو الصكوك التي هي مقدار حصته الشائعة في الصندوق، وهذه المعلومية تكفي ولايطلب المعرفة بالموجودات التي تمثلها الحصة لأنَّ ملكية البائع (الخارج) لم تزد عن هذا القدر فيحل المشتري (الداخل) محلّه فيما كان يملكه،ويصح التخارج،

والتخارج عن المجهول جائز عند الجمهور[1] فيما يتعذر علمه خلافاً للشافعية وابن حزم [342]

واستدل الجمهور بقوله ﷺ لرجلين اختصما في مواريث درست (أي نسيت مقاديرها): " اقتسما،وتوخيا الحق،ثمَّ استهما،ثمَّ تحالاً " [343]

وأجاز الحنفية التخارج على محل مجهول إذا كان لا يحتاج إلى القبض،كالحق لدى الغاصب،لأنَّه مقبوض فعلاً فلا تفضي الجهالة هنا إلى التنازع،لكن لا بد أن يكون البدل متقوماً معلوماً منتفعاً به مقدوراً على تسليمه،ويجب التقابض في المجلس فيما يعتبر صرفاً،كالتخارج عن أحد النقدين بالآخر،كما تراعى أحكام بيع الدين إذا كان للتركة دين على الغير.[344] ومع أنَّ التخارج أورده الفقهاء بخصوص التركات لكنَّه يمكن تطبيقه على أي وعاء استثماري مشترك واستناداً لهذا نظمت أحكام التخارج من الصكوكومن ذلك قرار ندوة البركة العاشرة وهذا نصها " التخارج عبارة عن بيع حصة في أعيان مشتركة بالشيوع على سبيل التسامح في تكافؤ المبيع مع الثمن،وهو من قبيل الصلح،ومع أن الأصل تطبيقه في التركات فإن الحاجة تدعو إلى تطبيقه في الشركات،فيجوز التخارج بين الشركاء فيالصكوك الاستثمارية مع مراعاة الضوابط الشرعية المطلوبة في بيع النقود والديون،فإذا كانت الحصة المتخارج عنها تمثل أعياناً مع النقود والديون جاز التخارج عنها بأي بدل ولو بالأجل " [345].

وكذلك قرار المجمع الفقهي ونصه " إذا صار مال المضاربة (القراض) موجودات مختلطة من الأعيان والمنافع والنقود والديون فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضى عليه،أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول أحكام الصرف والديون "[346]

وفي موضوع إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فقد ذهب فريق من الفقهاء إلى قاعدة الأصالة وليس إلى قاعدة الغلبة فقالوا إنَّ الأصل المتبوع هو نشاط الشركة وعملها، فإن كان غرض الشركة ونشاطها هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشرعية كالمرابحة والاستصناع والإجارة ونحوها فإن الديون والنقود الناتجة عنها مهما

كثرت لا تؤثر لأنَّ العمل التجاري هو الأصل المتبوع والديون والنقود نتجت تبعاً لذلك العمل،ولأنّها من الناحية العملية عندما يتحقق لها نقود لو ديون تعيد استثمارها في البيع والشراء والعقود الواردة على السلع والمنافع والحقوق ،أما إذا كانت أغراض الشركة التجارة في العملات أو بيع الديون وشرائها فقط فإن تداول أسهمها يحتاج إلى تطبيق قواعد الصرف وأحكام بيع الديون[347] ومن هذه البيانات الأساسية عن التخارج يعرف أن مؤدى التخارج هو بيع المشارك حصته المتمثلة في عدد من الوحدات الاستثمارية إلى آخر سواء كان مشاركاً في ملكية عدد من الصكوك ، أو من غير المشاركين.

الرافعة التقليدية (leverage) والبديل الشرعي

المسألة الرابعة :

(الرافعة)(leverage)[348] :

المراد بالرافعة إمكانية استخدام محتويات الصندوق كضمان للحصول على تمويلات، واستناداً لما هو معروف من سمات الصندوق الاستثماريبأنَّ المسئوليةفي الصندوق محدودة: يعني أنلصكوك الصندوق وجود مستقل عن وجود أصحابها،وهذا يعني إذا أفلس الصندوق تقسم أصوله لتسديد الديون، ولا يطالب المساهمون بتسديد الديون من أموالهم التي يملكونها خارج الصندوق وذلكلأن الصندوق له شخصية اعتبارية مستقلة،ولا علاقة له بالأشخاص وأملاكهم الخارجية. ومن الميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار وهو ما يسمى بالرافعة،حيث يستطيع الصندوق التقليدي أن يقترض منالبنوك بضمان الصندوق فيستكمل ما يتطلبه أي مشروع استثماري،وهذا ما تلجأ إليه الصناديق التقليدية باعتبار أنَّ سعر الفائدة على القرض هو أقل في أغلب الأحوال من العائد على الاستثمار وبذلك يحقق الصندوق أرباحاً إضافية للمستثمرين. فالمستثمر الذي ساهم بمبلغ ألف دولار على سبيل المثال سوف يحصل على عائد استثماري كما لو كان استثمر مبلغ

1500 دولار مثلا[349] والبديل الشرعي للرافعة التقليدية هو التورق وبيانه مع ضوابطه الشرعية فيما يلي:
وقبل ذلك لابد من التعرف إلى الحكم الشرعي لاستدانة المضارب على الصندوق ؟

ذهب عامة الفقهاء إلى أنه ليس للعامل المضارب أن يقترض على المضاربة لأنَّ في إجازة الاستدانة على المضاربة إلزام بزيادة ضمان لم يرض به رب المال وهذا لايجوز[350] ولكن استثنوا من ذلك إذا كان مبلغ الاستدانة يسيراً بالمقارنة مع رأسمال المضاربة على أن يكون رب المال قد أذن بذلك ،وأوردوا المثال التالي فقالوا: " لوكان رأس المال عروضاً يساوي ألف درهم،ثم اشترى شيئاً بمائة درهم لم يجز على المضاربة إلا بإذن رب المال [351] وتشديد الفقهاء في هذه المسألة يتماشى ما عليه النظم الرقابية حيث ينص قانون تنظيم الصناديق على ذلك " لا يجوز لمدير الصندوق أن يقترض لصالح الصندوق إلا إذا كان نظام الصندوق يجيز له ذلك وبشرط ألا يتجاوز الحد الذي ينص عليه هذا النظام [(3)] فهناك سقف معين محدد للاستدانة لا يحق لإدارة الصندوق تجاوزها ويغطيها في كل الأحوال جزء يسير من أموال الصندوق الضخمة،وتعتبر استدانة الصندوق في الحدود المسموح بها نظاماً في حكم المأذون له فيه،لأن إعلان هذه الأحكام أمام الجمهور يكفي لاعتبار إذنهم به،فإذا استدان مدير الصندوق بأكثر من الحد المسموح به،فإنَّ ضمان هذه الديون في ماله الخاص
لأنه متعد بذلك وهو ما عليه جمهور الفقهاء فقالوا : "لو استدان المضارب أو اشترى بأكثر من رأس المال بغير إذن صاحبه فهو ضامن " [352]
وبناءً على ماسبق يمكن للصندوق الإسلامي أن يستدين بضمان رأسمال الصندوق للدخول في نشاطات تتطلب زيادة على رأس المال عن طريق التورُّق كبديل عن القروض الربوية التي تلجأ إليها الصناديق التقليدية على أن تكون الاستدانة في حدود يكون وفاؤها محققاً وفق أنظمة محاسبية محكمة ويعلن عنه في نظام الصندوق مع موافقة الجهات الرقابية فتعتبر استدانة الصندوق في حدود المسموح به نظاماً في حكم المأذون له

فيه،لأنّ إعلان هذه الأحكام أمام الجمهور يكفي في اعتبار إذنهم به، والتي تحددها أنظمة الصناديق وضمن المسموح به تلجأ الصناديق إلى التورُّق فما التورُّق ؟ وما دليله الشرعي؟

توضيح ذلك فيما يلي :

أ) تعريف التورُّق :

معنى التورُّق : مأخوذ من الورق (بكسر الراء) وهي الدراهم من الفضة،قال تعالى :﴿فَابْعَثُوا أَحَدَكُم بِوَرِقِكُمْ هَذِهِ إِلَى الْمَدِينَةِ فَلْيَنظُرْ أَيُّهَا أَزْكَى طَعَامًا فَلْيَأْتِكُم بِرِزْقٍ مِّنْهُ وَلْيَتَلَطَّفْ وَلا يُشْعِرَنَّ بِكُمْ أَحَدًا ﴾ سورة الكهف،19

وفي اللغة : التورُّق هو طلب الورق أي الدراهم

وفي الاصطلاح الفقهي : هو شراء سلعة بالأجل ليبيعها إلى آخر بثمن حال للحصول على النقد،وقد يطلق بعض الفقهاء " بيع العينة " على " التورُّق " والحقيقة أنّهما بيعان مختلفان لأنّ بيع العينة لابد فيه من رجوع السلعة إلى البائع الأول بشرط من البائع أو بالتواطؤ ،أما التورُّق: ليس فيه رجوع السلعة إلى البائع الأول، وإنّما هو تصرّف المشتري فيما يملكه فيبيعه إلى ثالث كيفما شاء

ب) صورة التورُّق :

أن يأتي رجل محتاج للنقود إلى تاجر، ويشتري منه سلعة بثمن مقسَّط لمدة معلومة،ثمَّ يأخذ المشتري السلعة ويبيعها في السوق نقداً بسعر أقل مما اشتراها به، ليقضي حاجته بثمنها الذي يقبضه حالا،ونلاحظ هنا أنَّ المشتري عندما اشترى السلعة لم يشترها بنية استعمالها والانتفاع بها،ولكن بنية بيعها ــ ولو بخسارة ــ ليحصل على النقود التي يحتاجها . ونلاحظ أيضاً أنَّ المشتري المحتاج لم يبع السلعة إلى من اشتراها منه، كما هو الحال في " بيع العينة " ولكنه باعها لغيره

ج) سبب تسميته بالتورُّق :

لأنَّ المشتري حين اشترى السلعة فهو لا يريد استعمالها أو الانتفاع بها،ولكنّه يريد الحصول على " الورق " والورق هو دراهم الفضة .

د) حكم التورُّق :

اختلف الفقهاء في بيع التورُّق فذهب جمهور العلماء [353] إلى إباحة بيع التورُّق،لأنَّ المشتري قد اشترى السلعة بتقسيط الثمن مع مافيه من زيادة هذا الثمن عن الثمن الحال ، وهذا جائز لأنَّ للأجل وقع في الثمن، ثمَّ لـــما صارت السلعـــة للمشتري

وقبضها باعها لغير البائع بثمن حال بيعاً حراً لا علاقة للبائع الأول فيه، واستدلوا بقولهتعالى﴿وَأَحَلَّ اللهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ﴾.(سورة البقرة 259)إذ يدل ذلك على إباحة كل بيع إلامادلَّ دليل معتبر على حرمته .وأما القياس فلأنَّ البيع توافرت فيه أركانه وشروطه وخلا من المفسدات كالغرر والجهالة والربا ونحو ذلك [354] ثمَّ إنَّ هذا البيع لم يرد في الشرع النهي عنه، وإلى هذا ذهب المجمع الفقهيفي دورته الخامسة عشر في رجب 1419 هـــ ونصه ما يلي: "إن بيع التورُّق جائز شرعاً وبه قال جمهور العلماء لقولهتعالى﴿ وَأَحَلَّ اللهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ﴾ولم يظهر في هذا البيع ربا لا قصداً ولا صورة،ولأن الحاجة داعية إلى ذلك لقضاء دين تلبية احتياجات

.

رأي ابن تيمية وابن القيم : [355] إنَّ التورُّق هو من بيع المضطر،وقد نهى رسول الله (عن بيع المضطر)[356] وطعن علماء الحديث بصحة هذا الحديث قال الخطابي: هذا حديث في إسناده رجل مجهول وقال ابن حزم"الحديث مرسل،والمرسل لا يُحتج به وقال ابن حجر العسقلاني في سنده راو متروك وفي سنده انقطاع [357] وأما ماروراه ابن القيم عن ابن تيمية قوله " وأن التورُّق لا يدخل فيه إلا أن يكون مضطراً .[358]

الجواب عليه :

ليس بالضرورة أن يكون مضطراً لأنَّ كثيراً من المتورِّقين إنما هم من ذوي اليسار في الجملةوليسوا مضطرين،والبنوك تتعامل معهم على أنَّهم أصحاب دخول جيدة، كما أن شراءهم وبيعهم ليس إلا بثمن المثل بسبب المنافسة،ولكونهم يتعاملون في أسواق منتظمة،ولذلك ليس التورُّق اليوم من بيع المضطر إلا أن ابن تيمية يقدم مبرراً آخر للمنع

فيقول"قد يكون التورُّق حيلة على الربا"وأجاب الشاطبي عن ذلك فقال: الأصل في هذا أن الأعمال بالنيات،فإن كان قد نوى ما أحله الله فلا بأس،وإن نوى ماحرم الله وتوصل إليه بحيلة فله ما نوى [359]

ولكن إذا نظرنا إلى حقيقة أمر التورُّق في المصارف اليوم ومن يتعاملون معها لا ترى أن المتورِّق قصده ارتكاب الحرام والدخول في الربا عن طريق الاحتيال عليه بل العكس تماماً، إذ الراجح أن نيته ومقصده هو اجتناب الحرام والخلوص من الربا ولذلك فهو يترك القرض الربوي ويتجنبه. مع العلم أنه لو كان يقصد القرض الربوي ما احتاج إلى حيلة لأن أبوابه مفتوحة في البنوك،بل هو أقل كلفة ونفقة من التورُّق،ولذلك تراه ترك الاقتراض بالربا وأخذ بالتورُّق وقصده اجتناب الحرام.ولكن قد يقال: إنَّ المتورِّق ليس غرضه السلعة وإنما غرضه ثمنها .

والإجابة هي: أن هذا لا يؤثر لأن طلب الثمن النقدي غرض مشروع مثل طلب السلعة،ومن هنا يرى الجمهور بأنَّ شراء سلعة ثم بيعها للحصول على ثمنها لامانع منه شرعاً،وبهذا أفتى مفتي الديار السعودية الشيخ عبد العزيز بن باز،وإبراهيم آل الشيخ ،والشيخ ابن عثيمين فقالوا "إذا اشترى الرجل السلعة وكان غرضه عين تلك السلعة أوكان غرضه عوضها فكلاهما غرض صحيح وهذا أمر يتوافق مع أنواع البيوع المشروعة ومنها السلم،حيث إنَّهم كانوا يستخدمونه للحصول على النقود عند حاجتهم إليها،لذلك سماه الفقهاء بيع المحاويج أي المحتاج وليس عنده نقود،ولم يقل أحد يفسد العقد بكون مقصد صاحبه النقود ." [360]

والناس اليوم محتاجون إلى بيع التورُّق،لأنَّ القرض الحسن قد قلَّ أهله، فمن احتاج إلى المال لا يجد من يقرضه،وقد يضطر إلى شراء سلعة بالتقسيط، أو بثمن آجل ثمَّ يبيعها- ولو بخسارة- ثمن حال ليقضي بثمنها حاجته .

وطالما أنَّ في بيع التورُّق قولين،أحدهما يمنعه،والثاني يبيحه فإنَّه يفتى في المعاملات والحج بما هو أيسر على الناس.[361]

لذا ذهبت هيئات الفتوى للمؤسسات المالية :إلى أنَّ للتورُّق جائز[362] لعموم قوله تعالى (وأحلَّ الله البيع)[363] ويمكن اللجوء إليه في الصناديق الاستثمارية فيما يسمونه "الرافعة" مع استخدام التورُّق كبديل عن القروض الربوية لدى الصناديق التقليدية.

الجوانب الفقهية في الصناديق

المبحث الرابع

ويشتمل على أربعة مسائل في بيان حكم كلٍّ من :

المسألة الأولى: ضمان رأس مال الصندوق

المسألة الثانية : اقتطاع الاحتياطات

المسألة الثالثة: أرباح فترة الاكتتاب

المسألة الرابعة : أرباح فترة عمل الصندوق

المسألة الأولى :

ضمان رأس مال الصناديق

في بعض التطبيقات المعاصرة للمضاربة في الصناديق الاستثمارية تسعى المؤسسات المالية عمومًا لجلب المستثمرين وتقديم أفضل العروض إليهم من أجل إدارة أموالهم. وهذا يجعل المؤسسات المالية الإسلامية مطالبة بتوضيح مسألة الضمان في عقودها ونشرات الاكتتاب واللوائح التنظيمية لأدواتها الاستثمارية.

فقد ترى بعض هذه المؤسسات أن تشترط على نفسها مختارة ضمان رأس مال المضاربة عند التعاقد مع أرباب المال. فلو حدث أن صارت القيمة السوقية المعلَنة للصك أو الوحدة أقل من القيمة المكتتب بها فإنها تتعهد بشراء الصكوك التي في حوزتها بالقيمة المكتتب بها وليس بالقيمة السوقية، ونظراً لأهمية توضيح جوانب هذه المسألة لابدَّ من التحرير الآتي:

تحرير المسألة في موضوع تعهد مصدر الصكوك بشرائها بالقيمة الاسمية للمكتتب بها:

الأمر الذي لا خلاف فيه بين الفقهاء أن المضارب أمين على ما بيده من مال، وأنَّ هذا المال في حكم الوديعة عنده، فلا يضمن إلا بالتفريط أو التعدي شأنه في ذلك شأن للوكيل والوديع وسائر الأمناء.

وبناءً على ذلك ذهب جمهور الفقهاء إلى عدم جواز اشتراط الضمان على المضارب في العقد سواء كان هذا الشرط من رب المال وقبله المضارب، أو كان الاشتراط من المضارب على نفسه متبرعًا لأن ذلك ينافي مقتضى العقد[364]

وعليه فلا يجوز أن تشتمل نشرة الاكتتاب في الصناديق الاستثمارية على شرط ضمان جهة الإصدار لرأس المال بصفتها المضارب، كما لا يجوز من باب أولى ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمنًا بطل شرط الضمان.

وقد صدرت في هذا الخصوص كثير من الفتاوى الشرعية المعاصرة التي تنص على عدم جواز ضمان المال المستثمر بقصد الربح، لأن الاستثمار في الإسلام يقوم على أساس الغرم بالغنم، فالخسارة في المضاربة يجب أن يتحملها رب المال بينما تنحصر خسارة المضارب في ضياع عمله وجهده، وكذلك النص على ضمان المضارب لرأس المال مع نسبة من الربح تجعل التعامل كالمراباة التي يضمن فيها المستثمر القرض ويستحق المقرض زيادة،وإلى هذا ذهب مجمع الفقه الإسلامي ونصه :" يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعيّة،ولا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمنًا بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل» [365]

وعلى هذا الأساس يتبين عدم جواز ضمان المضارب خسارة رأس المال إذا لم يكن مقصرًا أو متعديًا وذلك لكي لا يخسر المضارب مرتين، الأولى بضياع جهده وعمله وفوات الربح الذي كان يسعى لتحقيقه، والثانية بتحمّل خسارة رأس المال. ولأنَّ ذلك يخالف حكما شرعيا في المضاربة يجعل الوضيعة على رب المال، فهو وحده الذي يتحمل خسارة ماله. أما إذا خالف المضارب حكمًا من أحكام المضاربة أو قيدًا من القيود التي اشترطها رب المال ، أو أنه وقع منه تقصير في إدارة مال المضاربة ينتج عنه هلاك المال وتحقق الخسارة، فإنه في هذه الحالة يضمن باتفاق الفقهاء،ويجوز في مثل هذه الحالة أن يطلب رب المال ضمانًا يضمن به تعدي أو تقصير المضارب، كما يجوز له أن يطلب كفيلاً يضمن له ما يضيع من ماله بتعد أو تقصير، وهذا فيما يتعلق

باشتراط رب المال ضمان رأس المال على المضارب سواء كان ذلك قبل إتمام التعاقد أو بعده ، وعليه فإنّ جمهور الفقهاء[366] لا يجيزون كذلك تطوع المضارب بالضمان ولو بعد الشروع في العمل لأن المضارب يكون مُتّهما برغبته في استدراج رب المال وإبقاء رأس المال بيده.

ولقد حدثت صور معاصرة لضمان رأس المال ومن ذلك أن تقوم جهة إصدار الصكوك بجمع قيمة الصكوك لبناء مشاريع مجمعات تجارية وسكنية في مناطق في دول الخليج ثم بعد ذلك تقوم بإيجارها وبيعها للتجار والراغبين وفق دراسة للجدوى وافق عليها البنك المركزي وتشجيعاً لإقبال الجمهور على الاكتتاب تعهدت وزارة المالية باعتبارها جهة ليست من أطراف التعاقد في الصندوق بالتبرع بتغطية أي خسارة لرأس مال المضاربة بحيث ستكون أرباح الصندوق بعد تمام المشروع للمكتتبين ، وإذا وقعت خسارة فإن الوزارة متعهدة بالتبرع بما يغطي القيمة الاسمية للوحدات الاستثمارية ،وهناك العديد من الصناديق الاستثمارية في دول الخليج حققت أرباحا للمستثمرين وتمكنت من المساهمة في بناء البنية التحتية سواء منها المشاريع العمرانية التجارية أو السكنية ولاسيما في المناطق النائية ، وذلك نظراً لما حققته هذه المشاريع من أرباح فقد زاد إقبال المكتتبين عليها بمجرد صدور تعهد من الدولة بضمان القيمة الاسمية للوحدات الاستثمارية .ولكن هذه أمور تحدث لتشجيع بناء البنية التحتية وقد تحدث لجهة تريد تشجيع مشروع وقفي محدد أو نحو ذلك.

ونظراً لإقبال المستثمرين على الوحدات الاستثمارية التي تصدر مع ضمان قيمتها الاسمية لذلك نشطت العديد من هيئات الفتوى للبحث عن تخريج شرعي لضمان رأس المال في الاستثمار في الصناديق بشكل عام فذهب فريق من الفقهاء المعاصرين إلى أن الاستثمار بالمضاربة المشتركة في الصناديق يختلف عن المضاربة الفردية.حيث لأنّ المصرف المؤسس للصندوق الاستثماري باعتباره هو المضارب ، وهو الذي يقوم بدفع لموال المضاربة إلى جهة تسمى مدير الاستثمار (وهم العاملون بإدارة الاستثمار) لذا قالوا يجوز للمصرف أن يتعهد بضمان رأس المال

للمكتتبين واستدلوا بما ورد في بداية المجتهد " إذا دفع العامل رأس مال المضاربة إلى مضارب آخر فإنّه ضامن حال الخسارة "[367] وقالوا بأن هذه الصيغة من الاستثمار المعاصر تكون فيها المضاربة مشتركة لها ثلاثة أطراف وهم صاحب المال وهم المكتتبون، والمصرف الإسلامي وهو مؤسس الإصدار، والمضارب المستثمر وهو الشركة المديرة للاستثمار، وقالوا إنّ الأموال في هذه المضـــاربة مختلطة من جهة الإصدار ومـــدير الاستثمار والمكتتبين، وهي بذلك تختلف عن المضاربة الفردية التي تتألف من مضارب ورب مال والعلاقة منحصرة بينهما وتبطل بانسحاب أحدهما ،أما في الصندوق الاستثماري فإنّ انسحاب أي شخص من أرباب الأموال في المضاربة المشتركة لا يؤثر في استمرارية المشاركة ولا يؤدي إلى فسخها، لذا رأوا أنّه عندما يتلقى المصرف أموال أرباب المال ويدفعها إلى مدير الاستثمار فيمكن الاستئناس في تخريج شرعية ضمان رأس مال المضاربة بما أفتى به الخليفة الرابع علي بن أبي طالب ﷺ بتضمين الأجير المشترك حيث قال " لا يصلح الناس إلا هذا " والأصل أنّ الأجير لاضمان عليه مالم يتعدّ . [368] كما استدلوا بما ورد عن بعض المالكية الذين أجازوا أن يتطوع المضارب بالضمان منفصلاً عن عقد المضاربة ونصه " قيل لابن زاب أيجب الضمان في مال القراض إذا طاع (أي تطوع) قابضه بالتزام الضمان ؟ فقال إذا التزم الضمان طائعاً بعد الشروع في العمل فما يبعد أن يلزمه"[(2)]،وهذا يعني أن يتطوع المضارب بالضمان منفصلاً عن عقد المضاربة،أي بعد تمام العقد،على ألا يبني دخول المشارك على وجود ذلك الضمان.

وذهب فريق آخر من الفقهاء إلى وسيلة أخرى لضمان رأس مال المضاربة وذلك بالموافقة على حسم مبلغ على سبيل التبرع لتغطية مخاطر المضاربة ويتم دفعه لشركة التأمين التكافلي مقابل التعهد بتغطية مخاطر رأس المال.

وخلاصة القول يمكن إيجاز الاجتهادات الصادرة في موضوع ضمان رأس مال المضاربة بالآتي :

الاتجاه الأول : تعهد طرف ثالث بالتبرع بتغطية مخاطر رأس مال المضاربة :حيث تهدف في بعض الأحيان جهة ما إلى تشجيع الأفراد وتحفيزهم للمضاربة بأموالهم في مجالات بعينها أو مع جهات محدّدة، وذلك بوعدهم بالتبرع بجبر أي خسارة تلحق رؤوس أموالهم .

الاتجاه الثاني : ضمان المصرف باعتباره وسيط :

المصرف المؤسس للصندوق يضمن رأس المال باعتباره ليس العامل في المال، بل هو الوسيط بين أصحاب المال والعاملين به تخريجاًعلى قول ابن رشد"لم يختلف مشاهير من فقهاءالأمصار أنه إذا دفع العامل رأس مال القراض إلى مقارض آخر أنه ضامن حال الخسارة " [369] .

الاتجاه الثالث : قياس المضاربة المشتركة على الأجير المشترك:

لأن المصرف قام بتشغيل الأموال للداخلين والخارجين في المضاربة المشتركة وليس لأشخاص معينين فصار كالأجير المشترك والذي يطلق عليه "تضمين الصناع".

الاتجاه الرابع : تخريج ضمان رأس المال على أساس التأمين التكافلي :

ويكون بحسم مبلغ لمواجهة مخاطر الاستثمار يدفع لشركة التأمين التكافلي مقابل التعهد بتغطية مخاطر رأس المال [370] .

ونظراً لتعدد الاجتهادات في هذا الموضوع عرضت هذه المسألة للبحث على فقهاء مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، وصدر عنه قرار رقم 30(4/5) وهذا نصه:

أولاً :" لا يجوزأن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان رأس المال ، أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال ، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل .

ثانيا : ليس هناك ما يمنع شرعًا من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزامًا مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطًا في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه

بين أطرافه، ومن ثم فليس لحَمَلةِ الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد»[371] . وهكذا يشترط المجمع الفقهي أن يكون التزام الضمان مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أنقيام المتبرع بالضمان بالوفاء بالتزامه ليس شرطًا في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو العامل في المضاربة للدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن هذا الالتزام كـــان محـــل اعتبار في العقد، وهذا الالتزام بالتبرع ليس ضمانًا بمعنى الكفالة لأنها لاتكون إلا في دين صحيح ثابت حاضرًا أو مستقبلاً فيكون هناك مدين أصيل وكفيل بالدين، وهنا الأصيل (المضارب) ليس مدينًا لأنه بطبيعة المضاربة لا يصح مسؤوليته. فالضمان هنا يراد به التحمل للتبعة وليس الكفالة، ولا يتناول ضمان الطرف الثالث الربح المتوقع الذي فات (الكسب الفائت، أو الفرصة الضائعة) بل يقتصر على أصل المال، لأن هناك حاجة بالنسبة لبعض الناس للمحافظة على أصل المال، ولتشجيعهم على استثماره وليست هناك حاجة تدعو إلى ضمان حصته من الربح، كما أن مثل هذا الضمان يشابه المراباة التي تقوم على أساس ضمان الأصل مع زيادة .

كما عرضت هذه المسألة على هيئة المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية فذهبت إلى تحديد ضوابط إضافية للطرف الثالث الذي يصح تبرعه بالضمان وهذا نصها " يجوز التعهد من طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن أطراف الشركة بتحمل الخسارة شريطة أن يكون التعهد التزاماً مستقلاً عن عقد المشاركة ومن دون مقابل وشريطة ألا يكون للطرف الثالث (المتعهد بالضمان) جهة مالكة أو مملوكة بما زاد عن النصف للجهة المتعهد لها وعليه لا يحق للشريك المستفيد من التعهد الدفع ببطلان الشركة أو الامتناع عن الوفاء بالتزامه بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء يما تبرع به بحجة أنَّ هذا الالتزام كان محل اعتبار في عقد الشركة"[372]

ثم اجتمع المجلس التشريعي لهيئة المعايير الشرعية في 13-14 فبراير 2008 وجرت مناقشة موضوع التعهد في نشرات الاكتتاب بشراء الصكوك بالقيمة الاسمية حيث قال بعض فقهاء المجلس التشريعي يعتبر هذا ضماناً لرأس مال المضاربة ويجعل الوحدات الاستثمارية تشبه سندات القرض الربوية ، وأجاب فريق آخر بأن هذا الضمان يختلف عن القرض الربوي، لأنَّ القرض الربوي زيادة مشروطة على أصل القرض، أما الربح في المضاربة مرهون بما يحقق الصندوق من ربح، وقد لا يتحقق الربح، وأن المضاربة المشتركة تكون مستمرة وتتم غالبا تغطية الخسارة الواقعة في فترة من نشاط الصندوق في فترة لاحقة ، أو من المخصصات المقتطعة من الأرباح لمواجهة المخاطر المتوقعة.

وأخيراً خلصت هيئة المعايير الشرعية بناءً على تصويت أغلبية الأعضاء إلى التوصية التالية " توصي هيئة المعايير الشرعية مصدري الصكوك والوحدات الاستثمارية بعدم التعهد في نشرات الإصدار بالالتزام بالشراء بالقيمة الاسمية لأنَّ في ذلك ضمان لرأس مال المضاربة ، ولأنَّ هذا التعهد يفسد المضاربة "[373] ، وتمَّ تعميم هذه التوصية على جميع المؤسسات الاستثمارية للعمل بموجبها .

المسألة الثانية :

اقتطاع الاحتياطات في الصناديق:

تقوم مختلف صناديق الاستثمار التي تطرحها الشركات على أساس عقد المضاربة، وتتضمن لوائح هذه الجهات النص على اقتطاع نسبة معيّنة من الأرباح في نهاية كل دورة تودع في حساب خاص مستقل، وترصد حصيلة هذه المبالغ لتكوين احتياطيات من أجل:

- مواجهة مخاطر الاستثمار وتحقيق حماية رأس المال.
- أو مواجهة انخفاض مستقبلي في الأرباح وتحقيق موازنة في التوزيعات.

والجدير بالملاحظة في هذا الموضوع أنَّ الوحدات الاستثمارية قد تنتقل ملكيتها نتيجة التداول في كل فترة إلى مالك جديد وقد تكون فترة سابقة رابحة وبعدها فترة خاسرة وبعدها رابحة فما حكم الربح الحاصل للمالك

الجديد من ربح مقتطع من المالك السابق الذي باع حصته والذي تمّ اقتطاع جزء من أرباح فترته التي كان فيها ملكاً لتغطية المخاطر وما التخريج الشرعي لذلك ، وبيان ذلك فيما يلي:

التكييف الفقهي لاقتطاع الاحتياطيات :

جمهور الفقهاء [374] يشترطون أن يكون الربح مختصًا بالمتعاقدين لا يعدوهما إلى غيرهما، وعليه فإنّ الأصل في المشاركات هو أن توزع الأرباح على أصحاب الحصص ويمنع تخصيص أي جزء منها للغير لأنهم هم أصحاب الحق في الأرباح، وهذا بخلاف رأي عند المالكية يقول بجواز اتفاق طرفي عقد المضاربة على تخصيص جزء من الربح (أو كله) إلى الغير لأن المتعاقدين يكونان قد تبرعا بذلك الجزء من الربح فكان ذلك هبة وقربة لله تعالى ولا يمنعان منها "[375] وإلى هذا ذهبت هيئة المعايير الشرعية وهذا نصه " يجوز الاتفاق على تخصيص نسبة من الربح لغير الشركاء على أساس التبرع [376]

وعلى هذا فإن نسبة الربح المقتطعة هي تبرّع من المتعاقدين الذين يمثلون أصحاب الحق في الأرباح، وأنهم قد رضوا بالتبرع سواء انتفعوا هم بالاحتياطي أو انتفع غيرهم به كما تنص على ذلك نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق الاستثماري أو النظام الأساسي للشركة الذي تم الموافقة عليه من المكتتبين عندما قبلوا بالاكتتاب وفق الصيغة الواردة في النظام الأساسي للصندوق ،أو نشرة الاكتتاب .وهذه من التصرفات التي جرى التعامل بها في الصناديق وهي قبولهم بعد اطلاعهم على نشرة الاكتتاب وفيها شرط اقتطاع الاحتياطي من الأرباح فيكتتب الشخص على الوحدات الاستثمارية ويعتبر هذا الشرط من قبيل التنازل الرضائي من الشركاء بناء على أن التراضي على أي شرط في الشركة جائز مالم يحل حراما أو يحرم حلالا[377] ،ومادام الربح للشركاء فلهم أن يتفقوا على إبقاء جزء منه وقاية لرأس المال،وللأغراض الأخرى التي تحقق مصالح الشركة،وتعمل على حمايتها من الأزمات الاقتصادية،[378] وقد نص الفقهاء على ما يشبه هذا عندما قالوا " وتحرم قسمة الربح.والعقد باق،إلا باتفاقهما على قسمته،لأنّه وقاية لرأس المال،فلا ربح إلا بعد سلامة الأصل [379]

أما عن كيفية اقتطاع هذه الاحتياطيات: هل سيكون من الربح الكلي قبل توزيعه بين المضارب ورب المال؟ أم هل يشترط اقتطاعه من أحد الطرفين دون الآخر؟ فإن الحكم يختلف بحسب المستهدف من تكوين الاحتياطي:

- فإذا كانت الأرباح المقتطعة مخصصة لمواجهة مخاطر الاستثمار وتحقيق حماية رأس المال

بحيث يغطي هذا الاحتياطي، أيَّ خسارة تلحق رأس المال، ففي هذه الحالة يجب أن تقتطع من حصة أرباب المال في الربح وحدهم، ولا مجال لمشاركة المضارب في هذا الاحتياطي لأنه يكون بذلك قد ضمن جزءًا من خسارة رأس المال، وهذا الضمان غير جائز باتفاق الفقهاء [380] . وقد نصت فتوى مجمع الفقه الإسلامي على أنه: "ليس هناك ما يمنع شرعًا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال .

- أما إذا كانت الأرباح المقتطعة مخصصة لمواجهة انخفاض محتمل في الأرباح وتحقيق موازنة في التوزيعات بحيث يتفق المتعاقدون على توزيع مستوى معيّن من الأرباح والاحتفاظ بالجزء المتبقي لاستخدامه مستقبلاً في حالة انخفاض الأرباح عن المستوى المطلوب، فإنه يجوز هنا اقتطاع تلك الاحتياطيات من الربح الإجمالي قبل توزيعه بين أرباب المال والمضارب، إذ كلاهما له الحق في الربح ومستفيد بالاحتياطي" [381] وهذا ما ذهبت إليه فتاوى العديد من الهيئات الشرعية ونصها مايلي :"وإذا كان المخصص المقتطع من أرباح شركة المضاربة هو لضمان مستوى معين من الأرباح فإنه يجوز اقتطاعه من الربح الكلي قبل توزيعه بين أرباب المال والمضارب،أما إذا كان المخصص لوقاية رأس المال (حماية الأصول) فإنه يقتطع من حصة أرباب المال في الربح وحدهم، ولا يشارك فيه المضارب، لأن اقتطاعه

من الربح الكلي يؤدي إلى مشاركة المضارب في تحمل خسارة رأس المال، وهي ممنوعة شرعًا، لتغطية الحساب المخصص لمواجهة مخاطر الاستثمار، ولكن يجوز اقتطاع نسبة معينة من صافي أرباح الاستثمار المتحققة من مختلف العمليات الجارية خلال الدورة التجارية الأولى إلى الدورة الثانية بحيث تغطي الأرباح الانخفاض المتوقع في الفترة اللاحقة»[382] ، وذلك للمحافظة على توزيع دوري متوازن للأرباح .

وخلاصة القول :

الاحتياطي هو جزء من الأرباح، وإذا رضي المضارب والمشاركون في الصندوق بإرجاء توزيع جزء من الربح وتخصيصه لمواجهة مخاطر الاستثمار جاز ذلك. ويتحقق الرضا بالقبول باقتطاعه من خلال الموافقة على لوائح الصندوق، فإذا كان ذلك الاحتياطي لمواجهة حالات الانخفاض في الأرباح عن مستوى معين، جاز أن يقتطع منالربح الإجمالي، لاستفادة المضارب وأرباب المال منه. وإذا كان لحماية رأس المالفإنه يقتطع من حصة أرباب المال في الربح دون حصة المضارب؛ لأنه للوقاية من الخسارة وهي على أرباب المال وحدهم إن وقعت، لأن حمَلة صكوك المضاربة هم أصحاب المشروع يقومون بالتبرع لتكوين احتياطي يؤمن مشروعهم ضد مخاطر الاستثمار وذلك من أرباح المشروع نفسه، ثم إنَّ الجزء الذي يفيض عن تغطية المخاطر الفعلية المطلوب تغطيتها يبقى حقاً من حقوق الملكية .

المسألة الثالثة :

أرباح فترة الاكتتاب :

تختلف فترة الاكتتاب من إصدار إلى آخر، وهي تمتد من خمسة عشر يومًا إلى شهرين أو ثلاثة أشهر في بعض الأحيان.

والأصل أن تكون الأموال المجمعة في فترة الاكتتاب أموالاً نقديّة لدى جهة الإصدار، ولا سيما إذا كانت تلك الفترة قصيرة لا تتعدى الأسبوع أو الأسبوعين، بحيث لا تقوم جهة الإصدار باستثمارها وتعتبر بمثابة المبالغ المدفوعة في الحسابات الجارية قرضًا مضمونًا لا يستحق أي عائد. ولكن

الأمر يختلف إذا طالت فترة الاكتتاب، فالجهة المصدرة تستفيد من هذه الأموال وتستثمرها لتلك الفترات القصيرة،إما بنفسها أو بوضعها في حسابات توفير استثمارية أو نحو ذلك من مجالات الاستثمار التي تمكنهم من سحب الأموال عند الطلب،وهذا التصرف هو الأولى لكي لا يتم تجميد الأموال وعليه فإنَّ من حق المكتتبين الحصول على ربح أموالهم حسب مدة بقائها لدى جهة الإصدار من يوم تسليمها إلى يوم غلق الاكتتاب، بحيث لا يتضرر من اكتتب في الوحدات في بدايات فترة الاكتتاب، ولا يستفيد دون وجه حق من اكتتب في نهاية فترة الاكتتاب. ولذا تنص بعض الإصدارات على هذا الأمر كما يلي: " في تاريخ الإغلاق، سيتلقى المكتتبون توزيعات نقدية تعادل مبلغ صافي الأرباح التشغيلية للوحدة التي تم الاكتتاب فيها خلال تلك الفترة".والى هذا ذهبت الهيئة الشرعية للبركة وهذا نص الفتوى :"من حق المكتتبين المبكرين الحصول على ربح أموالهم المستثمرة أثناء فترة الاكتتاب، وعلى الشركة أن تتخذ الإجراءات التي تسهل ذلك مثل استخدام النمر ، ومطالبة المكتتبين بفتح حسابات لإيداع تلك الأرباح".[383]

وقد صدر قرار المجمع الفقهي توزيع الربح بطريقة (النمر) في المضاربة المشتركة: وهذا نصه : "إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي قرر مايلي:" لا مانع شرعاً حين توزيع الأرباح من استخدام طريقة النمر[(2)] القائمة على مراعاة مبلغ كل مستثمر ومدة بقائه في الاستثمار، لأن أموال المستثمرين ساهمت كلها في تحقيق العائد حسب مقدارها ومدة بقائها فاستحقاقها حصة متناسبة مع المبلغ والزمن هو أعدل الطرق لإيصال مستحقاتهم إليهم، وإن دخول المستثمرين في المضاربة المشتركة بحسب طبيعتها موافقة ضمناً على المباراة[384] عما يتعذر الوصول إليه، كما أن من طبيعة المشاركة استفادة الشريك من ربح مال شريكه، وليس في هذه الطريقة ما يقطع المشاركة في الربح، وهي مشمولة بالرضا بالنسب الشائعة الناتجة عنها"[385].

المسألة الرابعة:

توزيع الأرباح فترة نشاط الصندوق

بما أنَّ نشاط الصندوق يستمر سنوات وتمر عليه دورات زمنية متعددة نظراً للطابع الجماعي للمستثمرين ، لذلك تقوم جهات الإصدار في أكثر الأحيان بتوزيع أرباح في فترات دورية، وقد جرى العرف أن تشتمل لوائح الصندوق،أو نشرة الإصدار بنوداً توضح كيفية توزيع الأرباح بين المضارب والمشاركين،ويراعى فيها ذكر نسبة معلومة شائعة دون تحديد مبلغ مقطوع لأحد الطرفين أو منسوب إلى مبلغ المشاركة إلا إذا كانت إدارة الصندوق تتم بطريقة الوكالة فيحدد أجر الوكيل بمبلغ مقطوع،أو بنسبة من مبلغ المشاركة،أما إذا كانت الإدارة بطريقة المضاربة فيكون تقسيم الربح على ما يتفق عليه الطرفان بشكل لا يقطع المشاركة في الربح،وأما الخسارة فهي على أرباب المال بمقدار حصصهم في رأس المال وقد تكون طريقة توزيع الربح على الوحدات وذلك بأن تضاف الأرباح على أموال الصندوق و يعاد استثمار مبالغ الصندوق مع الأرباح المتحققة،ولا يتم توزيع أرباح بشكل دوري،ولكن يتم التقييم لسعر الوحدة فيعرف المساهم مقدار ربحه حسب ارتفاع قيمة الوحدة،ويحصل المستثمر على هذه الأرباح عند ببيع الوحدة لآخرين أو أن ينتظر حتى انتهاء عمر الصندوق وتصفية أصوله وعندئذ يحصل على وحداته محملة بنتائجها النهائية من أرباح أو خسائر .

و تقوم جهات الإصدار في أكثر الأحيان بتوزيع أرباح في فترات دورية، وتتخذ هذه التوزيعات إحدى الطريقتين التاليتين[386] :

الطريقة الأولى:

توزيع دفعات على الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للصندوق فتعدل التوزيعات وتتم التسوية وفقًا للنتائج الفعلية المتحققة بعد التنضيض الحقيقي أو الحكمي[387] وهذه الطريقة تعني قسمة الربح قبل المفاصلة أي مع استمرار المضاربة .

الطريقة الثانية: توزيع الربح بشكل نهائي في فترات دورية محددة بحيث تعتبر نتائج كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن نتائج

الدورات اللاحقة. فيكون لكل دورة حساباتها وأوضاعها المالية الخاصة وتوزع نتائجها في كل مرة دون اللجوء إلى التصفية النهائية للصندوق نفسه .

التكييف الفقهي لتوزيع الأرباح : الأصل في المضاربة أن توزع الأرباح بعد أن تتحول السلع وموجودات الصندوق إلى نقود ويستعمل الفقهاء هذا اللفظ في باب المضاربة فيقولون " نضّ المال " ويعنون به بأنه صار نقداً بعد أن كان متاعاً،أي سلعاً وبضائع،وبالتنضيض يظهر الربح في المضاربة وبالنسبة للطريقة الأولى التي يتم فيها توزيع دفعات على الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للصندوق، فقد أجازها الشافعية والحنابلة،وقالوا: طالما أن الربح لا يستقر بالقسمة بحيث تجبر أي خسارة لاحقة بالربح الأول الموزّع لأن الربح – كما هو مسلّم لدى الفقهاء – يجب أن يكون وقاية لرأس المال [388] ، ولكن في الصناديق الاستثمارية يصعب فيها التنضيض الحقيقي لأنّ بيع الموجودات فعلاً وتحصيل الثمن النقدي لها وعمل التسويات لا يكون إلا في نهاية عمر الصندوق،وبما أنّ نشاط الصندوق يستمر سنوات وتمر عليه دورات تجارية متعددة ، وبما أنّه يتسم بالطابع الجماعي للمستثمرين فإن الذي يحدث خلال هذه السنوات يبيع بعض الشركاء وحداتهم الاستثمارية ويدخل شركاء جدد،وهؤلاء الجدد أيضاً بعد فترة يبيعون وحداتهم ولا ينتظرون حتى نهاية عمر الصندوق ، كل ذلك حدا بالفقهاء المعاصرين للنظر في كيفية معالجة هذه المسألة فوجدوا أن التنضيض التقديري – أي تقويم موجودات الصندوق – هو الحل الأمثل،والتمسوا للتقويم أصلاً معتمداً لدى الفقهاء وبخاصة القائلين بجواز المضاربة بالعروض حيث إنّهم اشترطوا لصحة المضاربة معرفة رأس المال بالمبلغ النقدي لتفادي تغير قيمة العروض مابين بدء المضاربة وانتهائها [389] وعلى هذا يمكن أن يصار إلى التنضيض التقديري في فترات دورية وعدم الانتظار لنهاية عمر الصندوق التي قد تكون عشر سنوات أو أكثر أو أقل ويكون توزيع الأرباح على فترات دورية موضحة في نشرة الاكتتاب بأن يتم تحديد صافي أرباح الصندوق طبقاً للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية، ويتمثل صافي الربح أو

للخسارة في الفرق بين صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله بتاريخ التقييم وقد صدر بشأن التقدير الحكمي قرار عن مجمع الفقهي الإسلامي الدولي جاء فيه" إنَّ محلَّ القسمة هو الربح بمعناه الشرعي،وهو الزائد عن رأس المال ،وليس الإيراد أو الغلة،ويعرف مقدار الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقاً لشروط العقد يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيض الحقيقي،أو التقويم (أي التنضيض الحكمي) ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيرادا أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته. وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب» [390]

أما بخصوص الطريقة الثانية التي يوزع فيها الربح في فترات دورية محددة بحيث تكون كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن الأخرى دون اللجوء إلى التصفية الفعلية للصندوق نفسه ،وقالوا بما أن التنضيض الحقيقي ليس ممكناًفي المضاربة المستمرة المشتركة (في الصندوق الاستثماري) فلا مناص حينئذ من اللجوء إلى التنضيض الحكمي وذلك عملاً بقاعدة : إذا ضاق الأمر اتسع "[391] ولقد ورد في الأجوبة الشرعية لدلة البركة توضيح جوانب هذه المسألة وهذا نصه [392] " المراد بالتنضيض تحويل البضائع إلى نقود (سيولة)، والتنضيض هو الأصل الشرعي لإمكانية حساب ربح المشاركة والمضاربة، لأنه يتوقف عليه استرجاع القدر الفعلي لرأس مال المشاركة من النقود واحتساب ما زاد عليه ربحًا إجماليًا، يتحول بعد إخراج المصاريف إلى ربح صاف قابل للتوزيع . وبما أن المشاركات في المؤسسات المالية الإسلامية أصبحت مرتبطة بدورات زمنية محددة ومستمرة؛ نظرًا للطابع الجماعي في المستثمرين والمخارجة بينهم، فقد تعين اعتبار بديل للتنضيض الفعلي في هذه الحالات، وهو التنضيض التقديري (التقويم)، حيث إنَّ الرجوع للقيمة يعتبر مبدأ شرعيًا في كثير من التطبيقات الفقهية كما في الغصب، وتعذر الالتزام بالمثل فيصار للقيمة، وكذلك في جزاء محظورات الحج والصيد وغيرها " [393] .

وعلى ضوء ماسبق صدرت فتوى ندوة البركة بشأن التنضيض الحكمي بطريق التقدير الدوري بغرض توزيع الأرباح أو تحديد أسعار تداول الوحدات ونصها مايلي:

1- "للتنضيض الحكمي بطريق التقويم في الفترات الدورية خلال مدة عقد المضاربة، حكم التنضيض الفعلي لمال المضاربة، شريطة أن يتم التقويم وفقا للمعايير المحاسبية المتاحة.

2- يجوز شرعًا توزيع الأرباح التي يظهرها التقويم، كما يجوز تحديد أسعار تداول الوحدات بناء على هذا التقويم" [394]

كما صدر في هذا قرار من مجمع الفقه الإسلامي هذا نصه:«إن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم، فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة" [395] .

الفصل السادس
الصكوك الإسلامية
تعريفها وأنواعها وإصدارها وتداولها
المبحث الأول
الصكوك الإسلامية
التعريف– الأنواع – الخصائص

1/1: تعريف الصكوك الإسلامية:

الصكوك المالية الإسلامية عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه إلي الغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل علي ضمان تداوله وتنضيضه، ويشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار[396]

ويشير هذا التعريف إلي تميز الصكوك بالسمات الآتية[397]:-

- الصك وثيقة تثبت الحق لصاحبها في ملكية بالاشتراك مع الغير.
- لكل صك قيمة مالية محددة مسجلة عليه .
- تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي تم تمويله بأموال الصكوك، ولهذا، يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي.
- يمثل الصك نصيبا شائعا في موجودات وحقوق المشروع وديونه التي عليه للغير، ولهذا، فإن إنتقال حق الملكية لا يرد علي الصك بل علي ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق .
- صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل علي نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك، باعتباره رب مال في اختصاصه يملكه وما يطرأ عليه من عوارض.
- شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك، وهي تشتمل علي البيانات والمعلومات المطلوبة شرعا في التعاقد .
- هناك علاقات تنشأ بالتعامل بالصكوك بين الأطراف، فتوجد علاقة بين حامل الصك وغيره من حملة الصكوك، وهذه علاقة

علاقة بين حامل الصك وغيره من حملة الصكوك، وهذه علاقة بين الشركاء في ملك واحد، وعلاقة بين حملة الصكوك والجهة المصدرة له، وهي علاقة رب مال بمضارب وليست علاقة دائن بمدين .

- الصكوك المالية الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات .

1 /2: أنواع الصكوك:

يمكن أن تتنوع الصكوك الإسلامية إلي أنواع عديدة باعتبار آجالها ومجالات التوظيف، أو الجهة التي تصدرها، ويمكن أن نميز بين الأنواع التالية من الصكوك :

1/2/1: حسب الآجال:

تنقسم الصكوك وفقاً للآجال إلي صكوك قصيرة الأجل، (ويطلق عليها البعض شهادات الإيداع أو الاستثمار) لمدة ثلاثة شهور أو ستة شهور أو سنة، وصكوك متوسطة الأجل وأخري طويلة الأجل .

أولاً: حسب الصيغة:

وتتنوع الصكوك حسب الصيغة إلي صكوك المضاربة، وصكوك الإجارة، وصكوك المشاركة، وصكوك السلم، وصكوك الإستصناع، وصكوك المتاجرة، وصكوك الأسهم، وصكوك القرض الحسن .

ثانياً: حسب طبيعتها:

يمكن أن تكون الصكوك ذات أجل محدد (سنة أو سنتين أو ثلاث سنوات..) وصكوك دائمة، حيث يتصف النشاط الاستثماري بالاستمرارية، ويمكن أن تكون الصكوك متناقصة بمعني أنه يتم استرداد جزء من قيمة الصك سنوياً، وصكوك متزايدة حيث يعاد استثمار العائد .

ثالثاً: حسب القطاع الاقتصادي:

صكوك تستثمر في القطاع الزراعي أو في الصناعي أو في قطاع التجارة... الخ .

رابعاً: حسب التخصيص:

وتنقسم الصكوك وفقاً لهذا الاعتبار إلي صكوك عامة وأخري مخصصة، والصكوك المخصصة هي التي تصدر لتمويل مشروع معين، أما العامة فتوزع حصيلتها علي جميع الاستثمارات التي يقوم بها المصرف[398].

2/2/1: حسب مجالات التوظيف:

يقصد بها مجالات توظيف الصكوك وأهم مجالاتها ما يلي:-

أولاً: صكوك المضاربة:

هي التي يقوم من خلالها المصرف الإسلامي بتقديم رأس مال الصكوك إلي مستثمر، ويحدد حصة كل طرف في الربح وتسلم الأموال للمستثمر باعتباره مضارباً، وهي صالحة للأعمال الاستثمارية المتوقع ربحها، فتمول الأصول والمواد الخام والنفقات المتغيرة الأخري وتصلح في مجالات التصنيع والمقاولات وغيرها.

ثانياً: صكوك الإجارة:

فتستثمر حصيلتها في شراء أصول إنتاجية علي أن يعاد تأجيرها إلي مستخدميها، ومعني ذلك أنها تقع علي أعيان تصلح لاستغلال منفعتها، مع استمرار بقائها لفترة طويلة نسبياً، وتصلح هذه الصيغة للأنشطة الاستثمارية المتوقع لها توليد تدفقات نقدية في المستقبل، ويمكن أن تنتهي الإجارة بالتمليك إذا تضمنت المدفوعات التي يحصل عليها المالك الأقساط الثانوية،كما يمكن النص في العقد علي بيع الأصل المؤجر في نهاية المدة إلي المستأجر، والعائد علي صكوك الإجارة معروف ومحدد مسبقاً.

ثالثاً: صكوك السلم:

تستثمر حصيلتها في شراء سلع يجري استلامها في المستقبل. أما صكوك الاستصناع فتخصص الحصيلة لتصنيع وبيع المعدات والآلات والأدوات الصناعية ثم بيعها للراغبين فيها .

وفي كل هذه الصور للصكوك وغيرها من الصور الأخري (صكوك المتاجرة والأسهم) نلاحظ استمرار تملك موجودات لها قيم مالية، وهذا الاستمرار يتضمن مسئولية من المالك لما يقع علي هذه الأعيان المالية من مخاطر، مثل انخفاض القيمة السوقية لبضاعة المضاربة، أو للأصول

المؤجرة كما في الإجارة أو انخفاض القيمة السوقية لبضاعة السلم وآلات الاستصناع، وهذا ما يسمي في الفقه بالغنم، وهو الذي يبيح الربح الحلال، للقاعدة: "الغنم بالغرم" .

رابعاً: صكوك القرض الحسن:

فلا يكون الغرض من إصدارها تحقيق عائد، وإنما تستخدم لتمويل حاجات عامة[399]، وتصدر عن الحكومة أو عن البنك المركزي، لدعوة الأفراد القادرين للقيام بدورهم الاجتماعي، كما يمكن أن يبيعها البنك المركزي لبعض البنوك، كما يمكن أيضاً أن تصدرها بعض البنوك وتخصص مواردها للقرض الحسن، وهي صكوك لا تستحق عائداً، لأن الزيادة عن القرض ربا محرم، ويضمن مصدر صكوك القرض الحسن –سواء كان الحكومة أو البنك المركزي، أو البنوك– قيمتها عند انتهاء الأجل، وسنلحظ دوراً مهما لها في توفير بعض الاحتياجات التمويلية الحكومية.

وصكوك القرض الحسن أداة تمويلية ليس لغرض الاستثماء، وإنما لتحقيق أغراض إجتماعية وإنسانية وتكافلية، أما الصكوك الأخري –غير القرض الحسن– فغايتها الحصول علي الربح من استثمار مواردها اقتصادياً، وهكذا تتسع أغراض الصكوك لتشمل الأغراض الاجتماعية والتكافلية بجانب هدف الحصول علي الربح.

3/2/1: حسب الجهة التي تصدرها:

تنقسم الصكوك وفقاً للجهة المصدرة إلي:

أولا: صكوك حكومية.

ثانيا: صكوك الشركات.

ثالثا: صكوك البنوك.

أولا: صكوك حكومية:

الصكوك التي تصدرها الحكومات تستخدم حصيلتها في توفير السلع والخدمات العامة وفي استغلال الموارد الطبيعية، وتشمل:

1– صكوك الإجارة.

2– صكوك الاستصناع.

3– صكوك السلم.

4-صكوك المشاركة المتناقصة.

5- صكوك القرض الحسن.

وهذه الصكوك فضلاً عن استخدام حصيلتها في توفير السلع والخدمات العامة، يمكن أن تستخدمها الدولة كوسيلة من وسائل تعبئة المدخرات، وفي نفس الوقت تشجيع الاستثمار في بعض القطاعات حسبما يحتاجه برنامج التنمية .

وصكوك الاجارة تصلح لتوفير المعدات والآلات والمباني والسفن والطائرات، وغيرها من الأصول الإنتاجية طويلة الأجل، وهي ما تصلح لتوفير احتياجات الدولة من هذه الأصول، وتبدو مناسبتها لأحوال الأفراد المكتتبين فيها من حصولهم علي عائد معروف ومحدد مسبقاً، ومن انخفاض درجة المخاطرة في تملكها، نظراً لأن الطرف الذي يصدرها هي الحكومات. وتشهد السوق المالية حالياً في بعض الدول التوسع في استخدام صكوك الإجارة في تمويل برامج الإنفاق الحكومي.

أما صكوك المشاركة المتناقصة فتبدو صلاحيتها لتوفير الاحتياجات الاستثمارية وبعض المرافق العامة للدولة التي تدر دخلاً يتمثل في ثمن بيع خدماتها للجمهور، وتنخفض درجة المخاطرة فيها لقيام الدولة بدفع حصة المكتتبين علي أقساط .

ثانياً: صكوك الشركات:

وبالنسبة للصكوك التي تصدرها الشركات الخاصة فيتحدد غرضها في توفير الموارد المالية لتمويل احتياجات رأس المال الثابت ورأس المال العامل، وهي تتنوع تنوعاً كبيراً، فهناك:-

1. صكوك المشاركة في الربح: التي من شأنها أن تفي بحاجات المشروعات لرأس المال خلال الفترة التي تمضي بين بدء الإنتاج وتسويقه (أي توفير النفقة المتغيرة)، كما يمكن أن تستخدم في توفير الأصول الثابتة.
2. صكوك المضاربة المطلقة والمقيدة: والتي تتمكن من خلالها المؤسسات من الحصول علي التمويل الذي تحتاجه مع احتفاظها بالإدارة، وهي الخاصية التي تتمتع بها المضاربة حيث تكون الإدارة من اختصاص العامل فقط كما تصلح هذه الصيغة في

تمويل الأنشطة التجارية،وفي تقليب الأموال في الأسواق بغية الحصول علي الربح.

ومن أمثلة صكوك الشركات أيضا ما يسمي بصكوك الاستثمار، وصكوك التمويل ذات العائد المتغير الصادرة بالقانون رقم 146 لسنة 88 في مصر.

ثالثاً: صكوك البنوك:

بالنسبة للصكوك التي تصدرها البنوك الإسلامية فنلاحظ أنها متنوعة تنوعاً كبيراً، وينبغي بداية أن نفرق بين الصكوك التي تصدرها البنوك لتمويل عملياتها الاستثمارية، وبين تلك الصكوك التي تدير البنوك عمليات إصدارها لصالح الغير -مثل صكوك الإجارة الحكومية- مع ملاحظة أن البنوك يمكن أن تكتتب بجزء من مواردها في هذه الصكوك .

وتشمل الصكوك التي تصدرها البنوك الإسلامية طائفة عريضة متنوعة منها: صكوك المضاربة (المخصصة والعامة)، صكوك المشاركة (الدائمة، الثابتة، المتناقصة)، صكوك الإجارة، صكوك السلم، صكوك الإستصناع، صكوك البيع الآجل، صكوك المرابحة، صكوك المتاجرة في السلع والمتاجرة في الأوراق المالية.

وتتميز هذهالصكوك بقدرتها علي تعبئة مدخرات من مختلف الفئات، نظراً لتنوع الأجل (قصير، متوسط، طويل)، وتنوع الفئات من حيث المبالغ المالية، وتنوع الأغراض، والاستجابة للرغبات (صكوك مخصصة)، ومن حيث طريقة الحصول علي العائد (عائد رأس مالي أو عائد دوري)،ومن حيث السيولة، صكوك متداولة في السوق الثانوي وصكوك غير متداولة، أو يتعهد البنك بشراء ما يعرضه للبيع، حملة الصكوك، أو مؤسسة أو جهة أخري ملتزمة بالتسييل للصك، ومن حيث تدنية المخاطرة (مثل الصكوك العامة للتنويع في توظيفاتها، أو الصكوك المضمونة من طرف ثالث، أو المؤمن عليها تأميناً تكافلياً . حيث يدافع البعض عن ضرورة توفير ضمان للصكوك للرغبة الشديدة في اتخاذ الوسائل لإنجاح البنوك الإسلامية خاصة مع حداثة تجربتها ومع كثرة

مخاطر الصناعة المصرفية وإنعكاس هذه المخاطر علي الاقتصاد بكامله[399].

ويظهر لنا مما سبق اختلاف أنواع صكوك المصارف الإسلامية لتلبي مختلف رغبات المدخرين وتشبع تفضيلاتهم وتناسب أوضاعهم مما يجعلها آداة فعالة للوصول إلي أكبر حجم من المدخرات المحتملة .

3/1 : الخصائص المميزة للصكوك :

تعتبر الصكوك استجابة خلاقة في مجال العمل المصرفي الإسلامي، نظراً لما تمثله من استيعاب التطور في سوق الخدمات المصرفية، الذي شهد تغيرات نوعية عديدة، نشير هنا إلي اتجاه العديد من عملاء المصارف منذ عقدي الثمانينات والتسعينات إلي سلوكيات مصرفية مختلفة، بنقل أموالهم من حسابات الودائع إلي خدمات مصرفية مختلفة يطلق عليها "منتجات مصرفية"، فأصبح الذي يمارس نشاط الاستثمار هي المؤسسات وليس الأفراد[400].

حيث تحوذ المؤسسات مهارات وقدرات وخبرات مؤسسية في نشاط الاستثمار، لا تتوفر للأفراد، فضلاً عن أن هذه المؤسسات تقدم تشكيلاً مختلفاً من الأدوات المالية تلبي حاجات ورغبات قطاعات عديدة في المجتمع، وتمنح عوائد أعلي وأفضل من الودائع المصرفية .

ويعتبر ظهور "المصرفية الشاملة" أبرز الإنعكاسات التي أفرزتها حدة المنافسة في الأسواق المصرفية،خرج بها الجهاز المصرفي من إطار العمل التقليدي المعتمد علي عمليات الإيداع والقروض المصرفية إلي دور أوسع وأشمل يستجيب للتغيرات في العمل المصرفي، فكان التحرك في أنشطة هذه المصارف نحو تغليب أدوات الاقتصاد الحقيقي، انعكس ذلك في جانب الأصول في الأنشطة التمويلية طويلة الأجل، ومنها بصفة خاصة التمويل الحكومي العام، والقيام بأعمال الصيرفة الإستثمارية والمساهمة في المشروعات الجديدة،والتوسع في عمليات التأجير للأصول الإنتاجية وغيرها من نشاطات الاستثمار المختلفة مثل إنشاء والمساهمة

في إنشاء شركات الاستثمار المؤسسي، وشركات رأس المال المخاطر، وتكوين محافظ استثمارية للعملاء... الخ.

إن الصكوك المصرفية الإسلامية تعتبر آداه فعالة توظف التطورات في السوق المالي والمصرفي لخدمة أهداف المصرفية الإسلامية، حيث تستفيد من التحول في طبيعة الدور التقليدي للبنوك، ومن ظهور الأدوات المالية القابلة للتداول، ومن فكرة المصرفية الشاملة، وذلك لتوفير خدمات مصرفية واستثمارية إسلامية تشبع إختيارات ورغبات المدخرين، وفي نفس الوقت تبرز الدور التنموي للمصارف الإسلامية بعيداً عن القروض بفائدة وعن القمار والمضاربات المحرمة.

المبحث الثاني

أسس وقواعد إصدار وتداول الصكوك

نتعرض فيما يلي للأسس التي تنظم إصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية، وتنطلق هذه الأسس والقواعد من مقاصد وقواعد وأحكام الشريعة، حيث نري أن الجانب الاقتصادي في الإسلام يستهدف تحقيق العمران علي نحو من الصلاح والعدالة توفيراً لإحتياجات الإنسان التي لابد منها ليقوم بواجب العبودية لله رب العالمين وينطلق في الأرض متحلياً بالأخلاق والقيم السديدة .

1/2: الأسس والقواعد الشرعية:

1/1/2: تداول الأموال مقصد شرعي:

من استقراء مصادر وأحكام الشريعة الإسلامية نخلص إلي أن من بين المقاصد الشرعية في الأموال رواج الأموال أي دورانه بين أيدي كثير من الناس بوجه حق، فقد شرعت عقود المعاملات لنقل الحقوق المالية بمعاوضة أو بتبرع، بل وتسهيلاً للرواج شرعت عقود مشتملة علي شيء من الغرر مثل السلم والمزارعة والقراض، كما أن من معاني الرواج إنتقال المال بأيدي عديدة في الأمة علي وجه لا حرج فيه علي مكتسبه، وذلك بالتجارة والمعاوضة لتيسير دوران المال علي أفراد الأمة [401] ، كما يفهم من قوله تعالي {كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنكُمْ} (الحشر:7).

كما نلاحظ هذا المقصد، وهو التداول للأموال بين أيدي كثير من أفرادها، في إباحة الشريعة لبعض العقود لقضاء حاجات الناس، وهي علي غير قياس مثل المزارعة والمساقاة، والمضاربة، وما شرعت العقود إلا لمصالح العباد، ودفع حوائجهم[402].

وإنطلاقاً من قاعدة التداول التي يبتغيها الإسلام في المال فإن التصكيك والتداول في السوق الثانوية للأدوات المالية الإسلامية هو من مقاصد الشريعة الإسلامية .

ولهذا، فإننا نري أن السرعة والكفاءة في توجيه الأموال إلي القنوات المقبولة إسلامياً، إنما يحقق مقاصد الشريعة في التداول والتنمية للمال .

2/1/2: العقود الشرعية صالحة لإنتاج أدوات مالية:

إن المباديء والعقود الشرعية في المعاملات توفر إمكانية كبيرة لإنتاج أدوات مالية متنوعة، وما نعرفه من الأدوات المالية الإسلامية، وتشمل تمويل فائض التكلفة –المرابحة–، وتقاسم الأرباح –أي المضاربة– والإجارة، والمشاركة، والبيع الآجل، إنما تستخدم كأحجار البناء الأساسية لإنتاج طائفة واسعة من الأدوات المالية الأكثر تطوراً، مما يوحي بوجود إمكانية كبيرة للتجديد والتوسع المالي في الأسواق المالية الإسلامية[403].

وهناك مبدأ آخر يدعم هذا التفكير، وهو القاعدة الشرعية التي تقول بأن الأصل في المعاملات الإباحة، ولهذا، فإن الفهم السديد للمعاملات في الشريعة يري أن عقود المعاملات التي نعرفها مثل المضاربة والمشاركة والمرابحة والإجارة ... وغيرها، إنما هي نماذج لعقود المعاملات في الشريعة الإسلامية، وليست حصراً لجميع العقود الجائزة في الشريعة، وليس أدل علي ذلك من توسع الشريعة في سبل إلتقاء وتزاوج عنصري العمل والمال فأجازته بوجود مال من طرف وعمل من طرف آخر كما في المضاربة، أو بوجود المالين والعمل من الطرفين، أو العمل بدون المال كما في شركة الصنائع والوجوه وغير ذلك.

كما أباحت الشريعة بعض البيوع رغم وجود الغرر فيها للحاجة إليها كما في بيع السلم إستثناء من بيع المعدوم وذلك لتمكين صاحب السلم من الإنتاج بتوفير المال لهم، وذلك بقبض ثمنه مسبقا[404].

فعقود التمويل الإسلامي ينبغي أن تعتبر أصلاً يقاس عليه، هذا من ناحية، ومن ناحية أخري ينبغي أن يتم استحداث عقود جديدة إنطلاقا من عدم التعارض مع القواعد والأحكام الشرعية، فمثلاً يمكن توسيع عقود

التمويل المالي الإسلامي بحيث تشمل تقديم النقود أو الأصول الثابتة أو المتداولة لمن يعمل بها علي حصة من المنتج بشروطها وخصائصها .

يلاحظ أن الهيكل التمويلي الإسلامي يحتوي علي أدوات تمويل كبيرة من حيث العدد، ولكل منها أهميتها ومكانتها بحيث لا نستطيع بسهولة وفي كل الأحوال أن نقول أنه رغم تعدد آلأدوات فهناك أداة مركزية واحدة تتمحور حولها بقية الأدوات، كما هو الحال في التمويل بنظام الفائدة .

أما من حيث التنوع والتمايز والتشابه فيلاحظ أن الهيكل التمويلي الإسلامي يحتوي علي أدوات تمويلية متشابهه، لكن لكل أداه خصوصيتها سواء من حيث ما تقدمه لكل طرف من حقوق، وما تحمله له من أعباء والتزامات، أو من حيث ما هو متاح لها من مجالات العمل والاستخدام[405].

3/1/2: تحريم الربا والغرر والمقامرة:

تحرم الشريعة في المعاملات الربا والغرر والمقامرة والضرر والغبن، وفي هذا يقول ابن رشد : "وإذا اعتبرت الأسباب التي من قبلها ورد النهي الشرعي في البيوع، وهي أسباب الفساد العامة وجدت أربعة : أحدها تحريم عين المبيع، والثاني الربا، والثالث الغرر، والرابع الشروط التي تؤول إلي أحد هذين أو لمجموعهما، وهذه الأربعة هي بالحقيقة أصول الفساد، وذلك أن النهي إنما تعلق فيها بالبيع من جهة ما هو بيع أو لأمر من خارج . وأما التي ورد النهي فيها لأسباب من خارج : فمنها الغش، ومنها الضرر، ومنها لمكان الوقت المستحق بما هو أهم منه، ومنها لأنها محرمة البيع[406].

والصكوك المالية الإسلامية تخلو من الربا لأنها وثائق تمثل حصة في ملكية موجودات وأعيان ومنافع وديون مختلطة، والغالب فيها الأعيان، فخلت من الربا، بخلاف السندات بفائدة محددة، فهي من الربا المحرم، لأنها مبادلة نقد حاضر بدين آجل مقابل الزيادة، وكذلك القروض أو أدوات الدين بفائدة.

والنظام الرأسمالي السائد حالياً نظام يتمركز حول الإقراض بفائدة، فالبنوك التجارية تقرض عملائها بفائدة، والحكومة تصدر السندات مقابل فائدة، ومعني ذلك أن نسبة كبيرة من الموارد تصل من مالكيها إلي المستثمرين عن طريق مؤسسات الإقراض الربوية. وصحيح أن مؤسسات الإقراض توظف بعض أموال مودعيها مباشرة لدي المؤسسات الإنتاجية، إلا أنه لتحقيق الموازنة بين هيكل استخدامات والتزامات المصرف، فإن المصرف الربوي يضطر إلي تقديم تلك الموارد لمستخدميها علي شكل قروض بربا سواء كانوا من المستثمرين أو من المستهلكين، ما داموا قادرين علي سداد ما عليهم من قروض وما يضاف علي تلك القروض من ربا، وهكذا تساهم عملية إصدار القرارات ذات القاعدة الإقراضية في تحديد معدل توازني للربا في سوق المال، ويمثل النافذة التي تنفذ فيها الآثار النقدية علي عملية إصدار القرارات ذات القاعدة الإنتاجية[407].

أما الصكوك المالية الإسلامية فلا تتضمن فائدة، إنما ربح ناتج عن العملية الإنتاجية في صكوك المشاركات وصكوك المتاجرات (المرابحة، البيع الآجل)، وعائد محدد مقطوع في صكوك الإجارة للأصول .

وبذلك تقدم الصكوك أدوات مالية تتداول في السوق، فينشأ لدينا سوق أوراق مالية محررة من الربا والمقامرة .

4/1/2: منع الاحتكار والمضاربات:

تحرم الشريعة الضرر بالغير، سواء كان هذا الضرر في ماله أو في نفسه، ومن وسائل الإضرار الاحتكار، وهو حجب السلع عن السوق حتي يغلو سعرها، وذلك بفعل هذا المنع، وليس بفعل تغير الطلب نتيجة لتغير الدخل أو الأذواق أو زيادة السكان... الخ .

ويظهر الاحتكار في أسواق الأوراق المالية بما يسمي عمليات الإحراج، حيث يسعى المضاربون لجمع وحبس كل الصكوك التي من نوع واحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق، وقد برزت هذه التصرفات في الأسواق المالية المعاصرة فأحدثت فوضي واضطراب وضياع

للثروات. يقول رسول الله ﷺ: "لا يحتكر إلا خاطيء" (1605 صحيح مسلم 1228/3).

ولذلك، فإن السوق الإسلامي للأدوات المالية بأنواعها يستبعد هذه الإتجاهات الاحتكارية، والمضاربات، والممارسات غير المشروعة، وبعض الباحثين المسلمين المعاصرين يفرقون بين الأرباح الناتجة عن التوقعات الرشيدة في سوق الأوراق المالية، والأرباح الناتجة عن المضاربات، ويرون أن الأولي لا غبار عليها، بل هي مطلوبة لتنشيط الطلب في السوق وتعميق السوق، أما الثانية فهي الضارة والتي يحكم عليها بالتحريم[408].

5/1/2: الإفصاح عن قواعد توزيع العائد:

تبين لنا مما سبق في أنواع الصكوك المالية الإسلامية التي يتم الاكتتاب فيها بغرض الحصول علي عائد، أنها تشكل صكوكاً قائمة علي قاعدة المشاركة، أي علي مبدأ اقتسام الربح والخسارة الناتجة عن النشاط الممول، أو صكوك قائمة علي الاتجار مثل المرابحة والبيع الآجل، و هذه أيضاً ينتج عنها ربح عبارة عن الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع، أو صكوك قائمة علي التأجير للمعدات والأصول، وهي تولد عائداً محدداً كمبلغ مقطوع كل فترة.

ويعتبر الإفصاح عن قواعد توزيع الربح أو العائد علي المكتتبين (أو حملة الصكوك) من شروط صحة التعامل بالصكوك، ويشمل ذلك أهمية موافاة حملة الصكوك بمعلومات كافية من الأداء المالي وربحيته، وتفسير مدلولاته، وكيفية إدراج البيانات في القوائم المالية الممكنة، وهذا الإفصاح هو طريق كسب ثقة المدخرين، وهو مبدأ إسلامي أصيل، يقول رسول الله ﷺ"البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كذبا وكتما محقت بركة بيعهما "(1532 صحيح مسلم 1164/3)[409].

وفي عقود الشركات بصفة عامة يجب إعلام الطرف المشارك بقواعد توزيع الربح، وهي مسألة جوهرية لأن مقصود الشركة هو الحصول علي الربح .

2/2: تداول الصكوك

من الناحية الشرعية فإن تداول الصكوك أي انتقال ملكية الصك من شخص إلي آخر هو من التصرفات الجائزة شرعا، فليس الصك إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعي في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع الملك التي يمثلها الصك، فالتصرف في الصك تصرف في العروض، ومعروف أن أحكام الشرع لا تضع قيوداً علي التصرفات في العروض إلا إذا كانت أعيانها محرمة (كالخمر) أو شاب التعاقد ظلم أو غش إلي آخره، وإنما تضع أحكام الشريعة بعض القيود علي التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة .

فالنقود تخضع في تبادلها لأحكام الربا فيما نعرفه من أحكام عقد الصرف، كذلك فإن التصرف في الديون يخضع لبعض الضوابط في الشريعة مثل تحريم بيع الدين بالدين، وتحريم بيع الدين بدين أكثر إلي أجل أطول،إلي غير ذلك من التفصيلات الفقهية التي ليس مجالها الآن .

والخلاصة هي أن المبدأ الذي نستقيه من أحكام المعاملات في الشريعة التوسع في التصرفات المتعلقة بالأعيان والتقييد في التصرفات المتعلقة بالنقود والديون .

ولذلك إذا كان الصك ممثلاً لخليط من الديون والأعيان والمنافع والغالب فيه للأعيان فيجوز التصرف فيه بالبيع بمثل ثمنه أو أزيد أو أقل، أما إذا كانت الديون هي الغالبة فيما يمثله الصك، فيخضع تبادل الصك لأحكام بيع الدين في الفقه الإسلامي، وهو لا يجوز بيعه إلا بمثل ثمنه دون زيادة أو نقصان إلتزاما بأحكام الربا.

ويري بعض الفقهاء المحدثين أن الصك إذا كان ممثلاً لخليط من الديون والأعيان والمنافع فيجوز التعامل فيه بالبيع والشراء لأن الديون هنا لا تباع منفردة وإنما تباع متداخلة مع غيرها من الأعيان والمنافع إستناداً إلي القاعدة الفقهية القاضية بأنه يجوز تبعاً مالا يجوز قصداً[410].

ونخرج من ذلك إلي جواز تدوال الصكوك المالية الإسلامية وبيعها بمثل ثمنها أو أكثر أو أقل، لما تمثله من ديون وأعيان ومنافع،

وهو الحاصل في الواقع، أما مال لا يجوز بيعه إلا بمثل ثمنه فهي الصكوك بديون أو قروض حذراً من أحكام الربا . ولدينا ثلاث أحوال تحكم عملية تداول الصكوك:

الأولي: مال الصكوك المكتتب فيه لايزال نقوداً، ولم يتحول بعد إلي أصول فإن تداوله يأخذ حكم بيع النقد بالنقد .

الثانية: مال الصكوك تحول إلي موجودات مختلطة من الأعيان والمنافع والنقود والديون، فإن تداوله يأخذ حكم تداول عروض التجارة .

الثالثة: إذا صار مال الصكوك ديوناً فقط، يأخذ حكم التعامل بالديون.

ولهذا، يجوز تداول الصك بعد إصداره بثمنه الأول لجهة الإصدار إذا كان هذا منصوصاً عليه في شروط الإصدار، ويحدث هذا في الأحوال التي لا يتداول فيها الصك في البورصة، وإنما تتعهد بتسييله جهة إصداره، أما إذا تمتع الصك بخاصية التداول في البورصة فإنه يجوز بيعه بالثمن الذي يتحدد في السوق بناء علي تقييم الموجودات التي يمثلها الصك، أو غير ذلك من مؤشرات التسعير بالصكوك، فكل ذلك جائز لا خلاف فيه .

كما يجوز شراء الصك من قبل جهة الإصدار أو من قبل الأفراد أو المؤسسات الأخري وفقاً للقواعد المنظمة في نشرة الإصدار .

3/2: تداول الصكوك محلياً وعالمياً

من القضايا المهمة في تنمية أي أداة مالية هي بحث كيفية توفير تداولها في السوق المالي، لأن هذا التداول يوسع قاعدة المتعاملين بالإداة المالية، ويعمق التعامل بها، بمعني وجود حركة مستمرة بيعاً وشراء مما يكسب الورقة صفة الورقة المالية الجيدة والكفؤة .

وعند دراسة إصدار الصكوك، أيا ما كان نوعها، ينبغي البحث جدياً في توفير تداولها، ونظراً لحداثة المصارف الإسلامية هي ذاتها مقارنة بالبنوك التقليدية، ولحداثة تعاملها في مجال الصكوك، ولعدم وجود سوق نقدية للبنوك الإسلامية، فإن هناك تصورات لتوفير التداول للصكوك الإسلامية .

1- قيام المصرف المصدر بالتعهد بشراء الصكوك المعروضة للبيع من قبل المكتتبين ويجوز فقها أن ينص في شروط الإصدار إعادة شراؤها بنفس سعر الشراء، أو بسعر مختلف لكن يكون أساس احتساب هذا السعر معلن للمكتتبين .

2- قيام البنك الإسلامي للتنمية، بشراء الصكوك المعروضة للبيع، ويتصور أن يكون ذلك وفق ترتيب مسبق معه .

3- عمل ترتيبات بين مجموعة من البنوك الإسلامية للقيام بشراء وبيع الصكوك الإسلامية التي تصدر عن هذه المجموعة، ويكون هذا بمثابة سوق نقدية علي نطاق محدود .

4- قيام مركز إدارة السيولة بالبحرين، الذي تم إنشاؤه بين مجموعة من البنوك الإسلامية، بشراء الصكوك المعروضة للبيع، ويقتضي هذا ترتيب مصادر تمويلية لهذا المركز ليقوم بنشاطه في هذا المجال، علي أنه يمكن تصور إعادة بيع بعض الصكوك لبعض البنوك الإسلامية لتوظيف فائض السيولة .

5- قيام البنوك الإسلامية المصدرة للصكوك بتأسيس مجموعة من شركات الاستثمار الأساسي (شركات استثمار - تأمين تكافلي، صناديق استثمار إسلامية..) وقيام هذه الشركات بدور صانع السوق لهذه الصكوك، أي قيامها بشراء وإعادة بيع هذه الصكوك .

6- طرح هذه الصكوك في السوق المالي للدول الإسلامية ثم في الأسواق الخارجية، وذلك بعد اتساع قاعدة هذه الصكوك من المتعاملين من الأفراد ومؤسسات الاستثمار والبنوك الإسلامية الأخري، وتنوع هذه الصكوك .

ويمكن الانتفاع بتجربة ماليزيا في هذا المجال، من ناحية قيام البنوك المركزية في الدول الإسلامية بشراء حصة من الصكوك، كنوع من الأوراق المالية التي يتعامل فيها البنك المركزي ..، أو تشجيع البنوك الأعضاء علي حيازة حصة من هذه الصكوك، وذلك لتوسيع قاعدة التعامل بالصكوك الإسلامية.

وقد تعرضنا سابقاً إلي أهمية توفير ضمان قيمة الصكوك، وخاصة في بداية التعامل بها، توفيرا لثقة المتعاملين، ويكون هذا الضمان بطريقتين: الأول: ضمان الفريق الثاني والثالث: صيغة التأمين التكافلي؛ بدفع نسبة من الربح لهذا الغرض . وهذه الصيغة جائزة، لأنها من باب التكافل .

المبحث الثالث
أهمية ودور الصكوك

1/3: أهمية الصكوك:

تأتي أهمية الصكوك من الواقع الحالي للبلاد الإسلامية، ومن الهدف المأمول من إنشاء المصارف الإسلامية، فالواقع الحالي للدول الإسلامية يشير إلي ضرورة الإسراع في تطوير واستحداث أوعية إدخارية تتناسب مع النمو المتسارع في حجم المدخرات من ناحية، وتوفير فرص لاستغلال هذه المدخرات في النشاط الاستثماري من ناحية أخري، أما الهدف المأمول فهو إبراز وتعميق الدور الاستثماري والتنموي للمصارف الإسلامية .

ويعتبر إصدار الصكوك الإسلامية خطوة في الإتجاه السليم، بالنظر إليها كأداة مالية حديثة، تشبع تفضيلات المدخرين وتسهم في تيسير تنمية أسواق رأس المال، فضلاً عما تتصف به من التنويع وفقاً للآجال والأغراض ومجال الاستخدام والفئات ... الخ يتيح حرية الاختيار للمدخرين وللمستثمرين للأداة المالية التي تتلاءم مع احتياجاتهم .

وينظر إلي الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة علي أنها نوع من أنواع الابتكارات المالية، التي تتم داخل إطار النظام المالي المصرفي الإسلامي، وتأسس علي قواعد المعاملات في الفقه الإسلامي .

وطرح الصكوك يوسع من الأدوات المالية وينشط سوق رأس المال، فتقل الحاجة إلي الاقتراض بربا، فمع اتساع تداول الصكوك الإسلامية وتجاوبها مع احتياجات السوق (المدخرين والمستثمرين والدولة) يقل الاعتماد علي آلية الديون بالفوائد .

ويأتي هذا من أهمية الصكوك باعتبارها أداة مالية تنمي جانب الطلب في السوق المالي، وهو الجانب الهام في تنمية السوق المالية، حيث أن أهم محرك للأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب، والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها[411].

فضلاً عن دور الصكوك كأداة مالية لتوفير الاحتياجات الرسمية بمختلف أنواعها، وهناك نقطة هامة، وهي دور الصكوك وخاصة الحكومية في

طرح أداة مالية إسلامية، تكون أساساً لحساب تكلفة الفرصة المضاعة، من المنظور الإسلامي، وبهذا يمكن النظر إلي العائد الموزع علي الصكوك الحكومية علي أنه الفرصة المضاعة، وليس سعر الإقراض الربوي . حيث إن السندات الحكومية، تكرس معدل الفائدة علي السندات الحكومية باعتباره نفقة الفرصة المضاعة للسيولة النقدية في أدني مخاطرة، وعليه، تبدو أهمية الصكوك الإسلامية الحكومية في النظر إلي العائد الذي توزعه علي أنه يمثل تكلفة الفرصة المضاعة في نظام مالي إسلامي .

1/1/3: عملية التصكيك للاستثمارات

تمر عملية إصدار الصكوك بمراحل، يتم من خلالها تحديد حجم الأصول الاستثمارية أو الفرص الاستثمارية المطلوب تمويلها وتقدير التكلفة الاستثمارية لها ثم تحويلها إلي صكوك بالحجم والأجل والشروط المناسبة للتمويل الاستثماري المطلوب، ثم توزيع هذه الصكوك إلي فئات وآجال وشروط إصدار تناسب فئات مستهدفة من المدخرين، وطرحها للاكتتاب .

وفي تقديرنا، فإنه يمكن تحليل الأنشطة التي تمولها الصكوك على المستوى الرسمي إلى:

أ- **أنشطة تمويلية:**

أي تقديم التمويل للمشروعات، كلياً (كما في المضاربة) أو جزئياً (كما في المشاركة) أو لتوفير أصول تنتهي عند آجال محددة (التمويل التأجيري).

ويندرج تحت هذا النوع، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك . وتحت كل واحد منها يمكن تصور أنواع مختلفة من الصكوك، مثل الصكوك المخصصة والعامة، و المؤقتة والدائمة، والثابتة والمتغيرة، كما في المضاربات والمشاركات .وفي الأنشطة التمويلية نجد طرفا يقدم المال وطرفاً يتحمل الإدارة .

2- **أنشطة تجارية:**

أي القيام بالاتجار في السلع بأنواعها وتقليبها بالبيع والشراء لتحقيق ربح، كما في المرابحة والمتاجرة، والسلم، والاستصناع، حيث تصدر الصكوك بهذه النوعيات، وفي هذه النوعية من الأنشطة نجد طرفا واحداً يقدم للتمويل ويتحمل المخاطرة، وقد تتمثل هذه للمخاطرة في مخاطرة الأعمال الناتجة عن تغير الأسعار.. الخ.، أو مخاطرة الإئتمان، أي مدي إنتظام العملاء في سداد الالتزامات النقدية في مواعيدها، وبخاصة أن الجزء الأكبر من التجارة في هذه السلع والأصول يتم وفق صيغ البيع الأجل والمرابحات، ويترتب عليها ديون تستحق علي المتعاملين .

2/3: متطلبات تطوير الصكوك

لا يمكن تطوير وتحديث وابتكار الأدوات المالية الإسلامية وترسيخها في الأسواق المالية بدون توفر المكونات الأخري الضرورية وتتمثل في:-

1/2/3:التوثيق والإفصاح للمعلومات والرقابة:

وذلك لضمان الالتزام بالضوابط الشرعية في المعاملات، التي تتأسس علي علاقات صحيحة ومعلومة، حفظاً لأموال الناس من العبث والتصرفات الفاسدة، حماية للمدخر، وترشيداً للاستثمار .

والسوق المحلي الذي تتداول فيه الأدوات المالية ومنها الصكوك لا تنتظم إلا إذا تحقق فيها الإفصاح الكامل، منعاً من المضاربات والاحتكارات وإطلاق الإشاعات، وذلك بتوفير ونشر البيانات والمعلومات المالية، فيتخذ المدخرون قراراتهم بناء علي الأوضاع الحقيقية للمؤسسات . وبذلك تقوم عملية الرقابة من واقع البيانات والمعلومات مما يعزز الجدية والأمانة .

2/2/3:توفر سوق أوراق مالية كفؤة:

تتميز بالعمق والإتساع حتي تجد الصكوك مجالاً للتسييل، ودور سوق الأوراق المالية حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين في الأدوات المالية وتشجيع المؤسسات علي الاستثمار في الأوراق المالية لتحقيق

عائد، أو اللجوء إليها لمعالجة نقص في السيولة،كما تقوم السوق المالية بالتسعير الكفؤ للأوراق المالية...الخ والتخصيص الأمثل للموارد المالية، وتتيح سوق الأوراق المالية تعبئة الموارد المالية عن الإصدارات العامة بدلاً من اللجوء إلي المدخرين بصورة مباشرة، علي ما في ذلك من المزايا الاقتصادية.

وبدون توفير هذه السوق، وتمتع الصكوك بالتداول، فإن الاستفادة من الصكوك ستظل محدودة للغاية، ولا يقتصر الأمر علي الصكوك فقط، بل إن عدم توفر هذه السوق يؤثر بالسلب علي أداء المصارف الإسلامية في مجموعها .

وإذا كان دور سوق الأوراق المالية في النظام الرأسمالي السائد حيوياً في تقديم وظيفة التخصيص. وتحقيق الكفاءة والشفافية، فإن هذا الدور يبدو أكثر أهمية وإلحاحاً في ظل النظام المالي الإسلامي، حيث تعتمد مؤسساته المصرفية والاستثمارية بأنواعها في اكتساب دخولها علي الربح، والعائد الناتج عن استثمار وتقليب الأصول سواء بشكل منفرد أو بالمشاركة مع آخرين، وهذه الأصول تتصف بانخفاض درجة سيولتها، حيث يتطلب ذلك وقتاً أطول وتكلفة في المعاملات.

وقد تحتاج هذه المؤسسات الإسلامية إلي السيولة لمواقف طارئه، أو لتعديل هياكلها، أو اقتناص فرص ربحية، فعدم توفر سوق مالي كفء، يوفر السرعة في تحويل هذه الأصول إلي سيولة، فإن ذلك يترتب عليه اختلال في أداء هذه المؤسسات وانخفاض في الكفاءة.

3/2/3:مراكز معلومات:

من الضروري توفر معلومات عن الفرص الاستثمارية وربحيتها والمستثمرين وأوضاع الشركات والسوق والأسعار، والمنافسة وتحليلها وتصنيفها وتقديمها إلي متخذي القرار، حيث تصدر القرارات المالية علي أساس معلومات صحيحة، وهي عملية ضرورية لترشيد القرار ورفع الكفاءة.

وتبدو الحاجة إلي المعلومات أكثر ضرورة في نشاط المصارف الإسلامية، لأنها تقدم تمويلاً وتقوم باستثمارات في القطاع الحقيقي، ولهذا، فإنها تحتاج إلي معلومات دقيقة وصحيحة ومحدثة باستمرار عن الأسواق وربحية الاستثمارات والمتعاملين التي تتصف بتغيرها المستمر .

4/2/3:توفر خبرات فنية في الاستثمار:

التمويل الإسلامي يتوجه إلي فرص استثمارية يتوقع لها توليد قيمة مضافة أعلي تتيح تحقيق عوائد للتوزيع، وتحتاج المصارف الإسلامية إلي توفير خبرات وكوادر فنية متخصصة علي مستوي مرتفع من المهارة والكفاءة في دراسة الجدوي وتقييم المشروعات وتحديد فرص الاستثمار .. مما يتطلب الإنفاق علي التنمية البشرية باعتبارها انفاقاً استثمارياً، ينعكس في تصويب قرارات الاستثمار والتمويل في المصارف الإسلامية.

5/2/3:تصنيف الشركات:

الموارد المالية التي يتم حشدها باستخدام الصكوك توجه إلي توفير الاحتياجات التمويلية للشركات، ولذلك من المهم أن يكون هناك تصنيف لهذه الشركات، يوفر جدارة تقديم التمويل لها، وهذا التصنيف ينبغي أن يكون قائماً علي معايير، تنطلق من قواعد النظام المالي الإسلامي، أي لا يكون الحاكم فيها هو الملاءة الائتمانية، بل الجدارة الاقتصادية، أي الكفاءة في استغلال المواردالمالية وتوليد قيمة مضافة مالية، بالإضافة إلي الجدارة الأخلاقية، أي مدي الالتزام بقيم الأمانة والسلوك النظيف والبعد عن الفساد ... الخ .

3/3 دور الصكوك الإسلامية علي مستوي المصارف الإسلامية والسوق المالي والاقتصاد القومي:

يمكن صياغة دور الصكوك الإسلامية في:-

- تعبئة المدخرات.
- سهولة تدفق الأموال للاستثمارات .
- تطوير في تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية .
- توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية .

- اندماج اقتصاديات البلاد الإسلامية مع الخارج .

ونتناول ملامح هذا الدور علي مستوي المصارف الإسلامية، والسوق المالي، والاقتصاد القومي، والمالية العامة .

1/3/3: على مستوى المصارف الإسلامية:

تعتبر الصكوك أداة محورية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات، وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة .

فالميزة الفريدة للصكوك مصرفياً أنها تربط الموارد باستخدامها، في الآجال، فتنخفض المخاطر الناتجة عن اختلاف آجال الموارد عن الاستخدامات، وبالغرض من النشاط الممول، فترفع الكفاءة لسهولة المراقبة ومتابعة الأداء، مع مصداقية في توزيع العائد، الناتج عن فرصة ونشاط محدد بالإضافة إلي تأثير ذلك علي رفع الكفاءة، حيث إن المشروعات ذات العائد المتدني لن تتوفر لها فرصة أخري للتمويل من موارد الصكوك، التي ستوجه إلي مشروعات لخري أكفأ .

ويمكن للمصارف الإسلامية وفقاً للصكوك توفير فرصة الاختيار الواعي للأغراض والمجالات والمشروعات التي تخصص لها حصيلة موارد الصكوك، وما في ذلك من تنمية الإيجابية لدي المدخرين، والتعرف علي تفضيلاتهم، ويمكن اعتبارهم عند إقبالهم علي الاكتتاب في هذا الصك دون غيره، بمثابة قناة معلومات عن الأسواق والاستثمارات، أو بمثابة مؤشر علي تقييم الأداء، في وضع قريب من المتعاملين علي الأوراق المالية في البورصات .

ويري بعض الباحثين أن الموازنة بين الأصول والخصوم مطلوبة في المصارف الإسلامية بدرجة أعلي من المصارف التقليدية، (وهو ما توفره آلية الصكوك)، لأن جزءاً كبيراً من استثماراته في أصول غير قابلة للتسييل في الأجل القصير، أي قبل إنتهاء أجلة وتنضيضه، مثل مديونيات المرابحات والمساهمات المباشرة، والمضاربات والمشاركات[412].

ويعطي تعامل المصارف الإسلامية في الصكوك، إصداراً وتداولاً، لها مرونة في تعديل هيكل الموارد وتركيبة المحفظة الاستثمارية، أي استخدام

آلية الصكوك في إدارة الخصوم والأصول في المصارف الإسلامية، حيث يمكن استخدام آلية الصكوك في تحقيق عائد بتمويل فرص سانحة، باستدعاء الأموال بالتصكيك، أو توظيف فوائض السيولة، أو الحصول علي السيولة المطلوبة في بعض الفترات، أو تخفيض المخاطرات عبر إعادة ترتيب هيكل الموارد والاستخدامات... إلخ .

والصكوك تستخدمها المصارف الإسلامية في تلطيف المخاطرة، أي تدنيتها والتعامل معها بكفاءة من خلال : التنويع في الصكوك (أجلا، واستخداما)، وبالترابط بين هيكل الأصول والخصوم، فتنخفض مخاطرة اختلاف الآجال، وتكون الاستخدامات ممولة بمصادر منسجمة في خصائصها وطبيعتها مع خصائص وطبيعة الاستخدامات، وبمعدلات الربحية الناتجة عن التوظيف في الاقتصاد الحقيقي، وإختلاف القيم الحقيقية للأصول الاستثمارية والنمو في الناتج .

وباعتماد وتنشيط دور الصكوك في المصارف الإسلامية يصبح لدينا في جانب الموارد هيكلاً متنوعاً، يشتمل علي :

- تكوين الودائع والحسابات .
- الصكوك الإسلامية بأنواعها.
- وثائق صناديق الاستثمار .

وهكذا، نري أن استخدام آلية الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية في جذب المدخرات، سينتج عنها التفاعل بين العمل المصرفي والاستثمار في دفع عملية التنمية، وإقامة هيكل مالي وتوظيف أكفأ وأكثر فاعليه، مع تخفيض المخاطر التي تتعرض لها هذه المصارف في تعاملها مع آلية الودائع القابلة للسحب، وسوف توفر موارد طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل دون إلقاء أعباء علي هيكل الموارد في المصارف الإسلامية.

2/3/3: على مستوي السوق المالي:

لآلية الصكوك دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالي، حيث إن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين

والمصارف والحكومة يؤدي إلي تدعيم دور السوق المالية، وذلك من خلال:-

- توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق التي تشمل صكوك الشركات، وصكوك البنوك الإسلامية، والصكوك الحكومية، علي تنوع في أشكال هذه الصكوك .
- توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً وتشمل المصارف الإسلامية بل والتقليدية (كما في ماليزيا) وشركات الاستثمار المؤسسي: والحكومة، والقطاع الخاص، والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق الماليه .
- كما ترتفع كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول بالشراء والبيع لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجزالسيولة ... إلي غير ذلك .

3/3/3: على مستوي الاقتصاد القومي:

تعاني الدول النامية ومنها البلاد الإسلامية من صعوبة توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات الإنتاجية طويلة الأجل (وهو الدور الذي تمارسه بكفاءة الأسواق المالية في (الدول المتقدمة).

ويمكن للصكوك الإسلامية المساهمة في تنمية الاستثمارات الحقيقية عبر توفير موارد مالية ملائمة لهذه الاستثمارات، من حيث الآجال المطلوبة، ودرجة المخاطر، ونوعية القطاعات، وطريقة التمويل الملائمة... إلخ. حيث يمكن تصميم جرعات التمويل الملائمة من خلال التصكيك .

ويترتب علي تشغيل آلية الصكوك الإسلامية في حشد المدخرات وتوجيه الاستثمارات، كما ذكرنا الربط المباشر بين نشاطي الادخار والاستثمار علي أساس قاعدة الربح والعائد الحقيقي الناتج عن إضافات فعلية محققة، وزيادة في تنمية الثروة والدخل الفعلي، نتيجة لأنشطة إنتاجية حقيقية.

وهذا يترتب عليه زيادة حجم المدخرات المخاطرة وبالتالي زيادة تمويل الأنشطة الاستثمارية المنتجة واتساع قاعدة المشروعات الممولة في الاقتصاد القومي وستحدث زيادة ملموسة في حجم الاستثمار القومي . كما سنجد حدوث لستقرار اقتصادي نتيجة استبعاد آلية القروض بفائدة التي تخلق أوضاعاً غير مستقرة بطبيعتها، وهذا الاستقرار سيدفع مرة أخري إلي زيادة حجم الاستثمار والإنتاج، لأن القرارات الاقتصادية حينئذ تقوم علي معلومات وتقديرات رشيدة، وفي النهاية سنري حشداً للمدخرات وتعبئة وتخصيص أكفأ للاستثمارات، والذي هو الأساس لتحقيق نحو سليم طويل الأجل، (أي التنمية الاقتصادية المستدامة) .

4/3/3: على مستوي المالية العامة:

الصكوك الإسلامية لها آثار متنوعة وأدوارا هاما على المستوى الاقتصادي الكلي، فهي من ناحية أولى تمثل أداة ملائمة للاستجابة للاحتياجات الرسمية بمختلف أغراضها وأشكالها، نظرا لتنوع الصكوك الإسلامية التي يمكن توظيفها في هذا المجال، وتميز كل نوع منها بخصائص وسمات خاصة به تجعله فعالا في توفير احتياجات بعينها بطريقة أعلى كفاءة.

ومن ناحية أخرى، لطالما واجه الاقتصاديون المسلمون السؤال عن البديل عن الفائدة علي السندات الحكومية في القطاع المصرفي الإسلامي، وتشكل الصكوك الحكومية بالإجارة مثلاً جيداً للبديل .

ومن ناحية أخري، تمثل الصكوك الحكومية بالفعل بدائل للودائع المصرفية، وعندما يكون علي البنوك أن تتنافس علي المدخرات مع أسواق الصكوك الحكومية، يقل هامش الوساطة معبراً عن ارتفاع الكفاءة في المصارف.[413]

4/3: الصكوك الحكومية كأداة للسياسة الاقتصادية:

ومع تنشيط سوق الصكوك الإسلامية الحكومية، فإن ذلك سيتيح للبنك المركزي إستخدامها في تنفيذ السياسة النقدية ويمكن تصور ذلك من خلال وضع للمتطلبات القانونية لتلك النسبة من الصكوك التي تلتزم المؤسسات المصرفية وغير المصرفية بالاحتفاظ بها .

ففي أوقات الانكماش، وإذا كنا بصدد سياسة نقدية توسعية، فإنه يمكن خفض هذه النسبة حتي يتاح المزيد من الأموال للاستثمارات الخاصة، وإذا كنا بصدد سياسة نقدية تقييدية، فقد يرفع البنك المركزي هذه النسبة لكي يمكن تجميد أموال الاستثمار الخاصة بالمؤسسات المالية بصورة فعالة[414].

وباستخدام الصكوك الإسلامية في توفير التمويل لأنشطة الاقتصاد العام، سينخفض نصيب السندات بفائدة في التمويل، ويحل محلها التحويل بآلية الصكوك، وقد حدث تطور نوعي هام في هذا الصدد إثر قيام بعض الدول باستبدال السندات بفائدة بصكوك إسلامية مثل صكوك الإجارة، أو القرض الحسن . وهذا أيضاً ما يترتب عليه تخفيف العبء علي الموازنة العامة نتيجة لاستبعاد الفوائد.

الفصل السابع

الصكوك الإسلامية ودورها في توفير الاحتياجات الاستثمارية

المبحث الأول

دور ومجالات الصكوك الإسلامي

في توفير الاحتياجات الرسمية

1/1: توسع الاحتياجات الحكومية في الآونة الأخيرة:

يشهد دور الحكومة في الاقتصاديات المعاصرة توسعاً وبخاصة في مجال تنوع الأدوار التي تمارسها، والتي تشمل ضبط الأسواق ومعالجة أوجه قصورها، والتوسع في برامج الرفاه الاجتماعي، وضمان رفع الكفاءة البشرية للمواطنين، وبالتالي التمويل المتزايد لأنشطة التعليم والبحث العلمي والاهتمام الكبير ببرامج الصحة العامة والتدريب ومعالجة مشكلات التوتر الاجتماعي لبعض المناطق والفئات الاجتماعية ودمجها في المجتمع.

وتتطلب هذه الأدوار المتوسعة المزيد من النفقات العامة وبالتالي البحث عن مصادر تمويل أخرى بخلاف الموارد العامة السيادية –الضرائب–، وهنا يأتي دور الصكوك الإسلامية كإحدى أكثر الأدوات المالية فاعلية وكفاءة، بدليل اتجاه بعض السلطات المحلية في أوروبا، وألمانيا على وجه الخصوص، لاستخدامها في توفير الموارد لتمويل بعض أوجه الإنفاق العام، كما توسعت ماليزيا في هذا المجال توسعا متزايدا في السنوات الأخيرة، وشهد هذا التوسع مجالات متنوعة وأغراض مختلفة حكومية يمكن توفير التمويل اللازم لها وبمقادير كبيرة من خلال استخدام آلية الصكوك الإسلامية –الحكومية–، وكذلك برز هذا الاتجاه في دول الخليج العربي في الآونة الأخيرة.

وقد سجلت بعض التقارير انخفاض ميل الحكومات للتوجه نحو الاقتراض من مؤسسات الوساطة التقليدية، والاتجاه الذي يتقوى هو بيع الأوراق المالية الحكومية مثل حقوق الملكية وغيرها مباشرة إلى المستثمرين في السوق المفتوحة، ولهذا فإن وسائل التمويل التقليدية المصرفية على وجه الخصوص تشهد المزيد من الانكماش في دورها في توفير التمويل

الحكومي، فضلا عن أن بيع الأوراق الحكومية لقطاع عريض من المستثمرين للتي تشمل الأفراد والشركات بمختلف أنواعها، يتيح توفير أي حجم مطلوب من الأموال[415].

وتمثل الصكوك الإسلامية اتجاها حديثا في هذا الصدد، نظراً لما تتميز به عن الأوراق المالية التقليدية –السندات– ذات الفائدة الثابتة، والتي تبرز آثارها في تزايد العبء على الموازنة العامة نظرا لارتفاع تكلفة الفوائد الثابتة، وبخاصة على تلك الأنشطة الحكومية التي لا يكون لها عائد، أو يقل ذلك العائد، عن الفائدة المقررة.

2/1: الصكوك الإسلامية ومدى ملاءمتها للاحتياجات الرسمية:

نتناول فيما يلي أنواع الصكوك الحكومية والتي يمكن أن تشمل:

- صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية.
- صكوك الإجارة الحكومية.
- صكوك الاستصناع.
- صكوك السلم.
- صكوك القرض الحسن.

ولكل نوع من هذه الصكوك مجالا يلائم استخدامه، ويتميز فيه باستجابته للاحتياجات الرسمية بطريقة مرنة.

1/2/1: صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية:

وذلك لتمويل مشروع معين يدر دخلاً، وفقاً لصيغة المضاربة أو المشاركة علي أن يشارك المكتتبون في الربح أو الخسارة في نتيجة الأعمال للمشروع، كما يمكن أن تكون هذه الصكوك وفقا لصيغة المشاركة المتناقصة، وفيها يتخارج حملة الصكوك على مدى سنوات، حيث يتناقص حجم تمويلهم سنوياً حتى يصفى نهائياً.

2/2/1: صكوك الإجارة الحكومية:

كما شملت الصكوك الحكومية الإسلامية توفير الأصول مثل المعدات والآلات بصيغة الإجارة المنتهية بالتمليك، ويتم إصدار صكوك الإجارة بقيمة هذه المعدات، وتخصيص حصيلة الإكتتاب فيها في توفير هذه المعدات والآلات للحكومة للإنتفاع بخدماتها مقابل حصول حملة

الصكوك علي الأجر السنوي الذي يوزع بينهم وفقاً للحصص النسبية، وتختلف صكوك الإجارة عن صكوك المشاركة والمضاربة في أن العائد ثابت في الإجارة بينما يكون متغيراً ارتفاعاً وهبوطاً في المضاربة والمشاركة .

3/2/1: صكوك الاستصناع الحكومية:

يشهد التطبيق المعاصر للصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الرسمية استخدام صيغة الاستصناع في توفير الأجهزة المصنعة للمؤسسات الحكومية مثل معدات المستشفيات ومثل الطائرات لوزارات النقل والمواصلات وغيرها من المعدات والآلات الأخرى.

4/2/1: صكوك السلم:

تستخدم صكوك السلم على نطاق أوسع من غيرها من الصكوك في توفير احتياجات تمويلية معينة للحكومات، وذلك مثل الاحتياجات العاجلة للسيولة للإنفاق على التزامات عامة دورية في الأوقات التي لا تتوفر فيها السيولة اللازمة لدى الحكومات، فتقوم باستخدام صكوك السلم في توفير تلك السيولة مقابل الالتزام بتوفير سلع ومنتجات زراعية بكميات محددة وبمواصفات معينة في وقت محدد في المستقبل.

5/2/1: صكوك القروض الحكومية الحسنة:

هناك بعض الأنشطة والمرافق العامة التي لا تصلح لتمويلها صيغ المضاربة والمشاركة والإجارة، وتكون الحكومة في حاجة إلي الأموال اللازمة لتوفير بعض هذه الخدمات فتلجأ حينئذ إلي طلب القروض من الأفراد والمؤسسات وتدعوهم إلي الإكتتاب في صكوك بقروض عادة ما تكون قصيرة الأجل، وتضمن الحكومة سداد هذه الصكوك في موعدها المحدد. فصكوك الإجارة وسيلة مالية تصلح لتوفير الاحتياجات الرسمية من المعدات والآلات والسفن والطائرات والأصول الطبيعية كبعض الأراضي، والعقارات، أما الاستصناع فيقتصر استخدامها على توفير المعدات والأجهزة المصنعة كمستلزمات المستشفيات الرسمية وغيرها، وتستخدم صكوك السلم لتوفير احتياجات تمويلية معجلة للحكومات، للإنفاق على التزامات عامة دورية، وصكوك المشاركة المتناقصة تلائم

تمويل للمشروعات الاستثمارية الحكومية والمرافق العامة التي تدر دخلاً، بينما يبرز دور صكوك القرض الحسن في نشر المشروعات الاجتماعية والتكافل والتعليم العام... إلخ.

المبحث الثاني

أهمية الإطار التشريعي في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية

1/2: أهمية الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية:

يعتبر صياغة ووضع الإطار التشريعي أمرا له أهمية متميزة في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية وبخاصة في مجال الاحتياجات الرسمية، وذلك نظرا للعوامل الآتية:

1/1/2: الصكوك الإسلامية أداة مالية مستحدثة، ولهذا تحتاج إلى تفصيل الإطار التشريعي لها، لضمان توفير تنظيم التعامل بها، وتوحيد أسس المعاملات بهذه الأداة، وحتى لا تتنازع الرؤى حوله، وتختلف وجهات النظر، ويكون الإطار التشريعي هو الذي يضمن توحيد نظم التعامل في الواقع القانوني والعملي.

2/1/2: تجلب الصكوك أموال جمهور عريض من أفراد المجتمع، وكذلك من الشركات والمؤسسات، ولهذا فهي تعد وعاء عاماً، توظف فيه أموال المجتمع، فينبغي أن يكفل له حماية تتناسب مع طبيعته، وعموم التعامل به بين الأفراد والمؤسسات. وقد جرى العرف القانوني والعملي على أن الوعاء الجماهيري يتم وضع حماية قانونية له، حفاظا على أموال المجتمع.

3/1/2: من خصائص الصكوك الإسلامية أنها متنوعة بحسب العقد التي تتأسس عليه مثل السلم، والاستصناع، والإجارة بأنواعها (المؤقتة، المنهية بالتمليك)، والمضاربة، والمشاركة بأنواعها، والقرض الحسن، وكما أنها متنوعة من حيث غرض الاستخدام، ومجال التوظيف، والجهة المصدرة، والجهة المكتتبة... إلخ، ولهذا، يكون من المهم وضع الإطار القانوني الأساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك.

4/1/2: نظرا لحداثة التعامل بالصكوك الإسلامية، نحتاج إلى بناء عرف في الواقع العملي حولها، وهذا العرف يكون بضمان وحدة السلوك والتصرفات وشيوع المعرفة بها وضمان عدم الخروج عنها، ويكون أساس إرساء هذا العرف في البداية من خلال تحديد الإطار التشريعي

الملائم المنظم لهذه الأداة المالية المستحدثة، حتى يتعود أطراف التعامل عليه، ومن ثم يصدر منهم بعد ذلك بتلقائية وبالتزام ذاتي نظرا لثقتهم في أن الالتزام بقواعد الإطار التشريعي يضمن المحافظة على الحقوق المالية للأطراف، والتزام كل طرف بواجباته ومعرفة حقوقه بكل دقة ووضوح، ودخول سوق الصكوك الإسلامية بناء على هذا الفهم,والتصرف السلوكي.

2/2: النقاط الأساسية المقترحة في الإطار التشريعي للصكوك

1/2/2: الاعتراف بشرعية الصكوك الإسلامية التي لا تتضمن أية نوع من أنواع الفائدة المحددة، وهذا يتم بتشريع يسمح للحكومات وللشركات بإصدار صكوك إسلامية بأنواعها، وقد ينص على تحديد تلك الأنواع، أو يترك لها المجال مفتوحا لاستحداث أنواع جديدة ويكتفي بالتصريح بإصدار الصكوك، ونرى أن يتم السماح بإصدار هذه الصكوك دون تحديد أنواعها، وترك المجال مفتوحا لاستحداث أنواع جديدة من تلك الصكوك.

2/2/2: في حالة الصكوك ذات العائد المتغير، يجب الإشارة إلى القواعد التي تحكم تحديد هذا العائد وتوزيعه.

3/2/2: الاعتراف بالصكوك كأداة مالية يمكن للبنك المركزي استخدامها في عملياته في السوق المفتوحة سواء في جانب الأصول أو الخصوم.

4/2/2: السماح للبنوك للعاملة بشراء جزء من الصكوك الحكومية، واعتبارها من أدوات السيولة لدى تلك البنوك.

5/2/2: تحديد قواعد وضوابط إصدار الصكوك وكذلك قواعد وضوابط تداولها، وكذلك العقوبات المقررة على مخالفتها.

6/2/2: وضع الإطار القانوني لإجراءات التقاضي في المنازعات حول الصكوك.

7/2/2: وضع قواعد حاكمة لحماية حقوق حملة الصكوك، ومنع التلاعب بحقوقهم، وتنظيم نشاط الوسطاء.

8/2/2: معالجة أحوال استرداد الصكوك في أحوالها المختلفة، قبل انتهاء أجلها، وعند الأجل، وكذلك قواعد تحويلها إلى أسهم، أو إلى غيرها من الأوراق المالية.

9/2/2: وضع إطار كامل للتشريعات القانونية للتعامل بالصكوك الإسلامية، أي التنظيم القانوني لسوق التداول بالصكوك الإسلامية، من جميع جوانبه، مثل قواعد التعامل، الوكالات المتخصصة في التقييم... إلخ.

والخلاصة: نجد أنه على مستوى استخدام الصكوك

- كوسيلة للتمويل الجزئي للشركات.
- أو كوعاء ادخاري للبنوك.
- أو كوسيلة لتوظيف بعض مواردها.
- أو كوسيلة تمويل للاحتياجات الرسمية للحكومات والمنشآت العامة، في كل هذه الأحوال نجد أن:

أولاً: الإطار التشريعي إما أنه غائب تماماً في معظم البلاد الإسلامية والعربية، حيث يترك التعامل بالصكوك من غير إطار تشريعي منظم، ويبدو أن التعامل بالصكوك الإسلامية متروك للاجتهاد ويتوقف على مدى الخبرات المتوفرة والظروف الحاكمة.

ثانياً: في بعض الحالات الأخرى في بعض الدول الإسلامية التي صدر لها إطار تشريعي للصكوك، يلاحظ أن هذا الإطار لم يستكمل بعد.

ثالثاً: يلاحظ أيضا غياب الإطار التشريعي والتنظيمي لتداول الصكوك، هي مسألة هامة وحاسمة في بناء وتطوير سوق لتداول الصكوك، مما يعوق من التوسع في هذا السوق، ويحد من فرص المشاركة في هذا السوق من قبل العملاء الراغبين في دخول هذا السوق، وبالتالي عدم توفر الفرصة لهؤلاء العملاء كأفراد ومؤسسات خاصة وعامة للاستفادة من الصكوك الإسلامية، على مستوى كل من استخدامها كوعاء ادخاري، أو كوسيلة حشد التمويل للأنشطة الاستثمارية والاقتصادية المتنوعة.

ولهذا، فإن عملية تأسيس واستكمال الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية لا يزال يشكل عائقا رئيسيا، ويمثل أهم التحديات التي تواجه تطور ونمو نظام التعامل بالصكوك الإسلامية، وهو ما كان له أثر سلبي في نمو سوق الصكوك الإسلامية وأضعاف الحماية القانونية لعملية التعامل بها.

المبحث الثالث

مقترح تشريعي للصكوك الإسلامية

الجوانب القانونية للصكوك

1/3: الجوانب القانونية الحاكمة للصكوك:

يقتضي التعامل بالصكوك الإسلامية استيفاء الجوانب القانونية الحاكمة، ومنها:

1/1/3: عقد الإصدار:

وهو العقد الذي يصدر صك الاستثمار على أساسه، ويكون عقدا من العقود الشرعية، وهو الذي يحدد علاقة التعاقد بين المنشئ والمكتتبين، ويجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية، وتترتب على عقد ا لإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك، وتتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية.

2/1/3: شركة الغرض الخاص:

هي الجهة الاعتبارية التي تمثل المستثمرين بحيث تكون الوعاء الذي تنتقل إليه ملكية الموجودات، وتمر من خلاله تنفيذ التعامل بصفته ممثلا عن المستثمرين المتعددين الذين لا يمكن التعامل معهم بشكل فردي.

3/1/3: مدير الإصدار:

وهو الذي يتولى عملية الإصدار والترويج لها وتغطية التمويل المطلوب، وتحديد قيمة الصك وتوزيعها على المستثمرين.

4/1/3: المستثمرون:

هم المكتتبون المتعددون في الصكوك، أي حملة الصكوك المصدرة.

5/1/3: الصك:

هي الورقة المالية التي تعطي حاملها حقوقا مالية على شركة الغرض الخاص، أو على الموجودات التي استثمرت فيها حصيلة الصكوك، وله قيمة مالية مثبتة عليه، ومدون عليه شروط وحقوق حملة الصكوك.

6/1/3: التداول:

أي المكان أو السوق الذي يجرى فيه تداول الصكوك مثل بورصة كوسمبورج، أو قطر أو الإمارات[416].

2/3: نشاط التعامل بالصكوك:

كما يتوقف رسوخ نشاط التعامل بالصكوك الإسلامية على استكمال المؤسسات للنظام الحاكم للصكوك الإسلامية، وتوفير السوق المالية للصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى إنشاء وتطوير النظم الرقابية في مواجهة المستجدات والأخطار[417].

بالإضافة إلى ذلك تنظيم لوائح السوق والتطبيقات في مجال الإصدار الأول والتداول في السوق القانوني، وبخاصة تقرير نظام حماية للمستثمرين والشفافية واستقرار النظام والبنية الأساسي للسوق القانوني مثل التداول ونظم المقاصة والتسوية ولوائح السوق والتوافق مع الشريعة[418].

وقد تبنت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في رمضان 1423هـ نصا لمعيار شرعي يتعلق بصكوك الاستثمار، ومن بين السمات البارزة لهذا النص ما يلي:-

- في حالات التوريق الجماعي ينبغي ألا تتجاوز الذمم المستحقة والأصول التي في حكم النقد نسبة 49% من الوعاء الإجمالي للتوريق.
- في حالة الاستصناع أو الإجارة، يمكن تنفيذ الإصدار في إطار عقد رئيسي تتبعه عقود صغيرة.
- يجوز تضمين خيار قابلية التحويل في عقد الدين.
- يجوز أيضا مزج العقود واستحداث أدوات مختلطة[419].

وخلال الأعوام الثلاثة الماضية، كانت هناك أنشطة كثيرة في مجال إصدار الصكوك، من الحكومات والشركات، وهذه الصكوك قائمة على السلم والإجارة، والاستصناع وعلى الجمع بين الاستصناع والإجارة، وعلى أساس المحافظ المجمعة، وجاءت هذه الزيادة الكبيرة في إصدار

الصكوك بصفة رئيسية، نتيجة لتوحيد نموذج الاتفاقية من الناحية الشرعية.

3/3: أنواع الصكوك بحسب الضمان:

وقد ظهرت في السنوات الأخيرة ثلاثة أنواع من الصكوك بحسب أنواع الضمان التي يرتكز عليها الإصدار، فهناك:-

- الصكوك المضمونة بمشروعات.
- الصكوك المضمونة بأصول.
- الصكوك المرتكزة على قوة القوائم المالية للجهة المقترضة.

1/3/3: الصكوك المضمونة بالمشروعات:

ومثال على الصكوك المضمونة بمشروعات احتاجت حكومة قطر في عام 2003م لتعبئة موارد لإنشاء مدينة حمد الطبية في الدوحة. فتم إنشاء أداة خاصة هي شركة الصكوك القطرية العالمية ذات المسئولية المحدودة. وقد حصلت هذه الشركة على ملكية قطعة الأرض التي سجلت باسم مدينة حمد الطبية. وثم إصدار شهادات ائتمان قائمة على الإجارة بقيمة 700 مليون دولار أمريكي، تكون مستحقة بحلول أكتوبر 2010م بمعدل عائد سنوي عائم يساوي ليبور + 45. %.

2/3/3: الصكوك المضمونة بالأصول.

ومن أمثلتها ما أصدرته دولة البحرين وماليزيا في فبراير 2004م، حيث أعلنت البحرين عن إطلاق أول صكوك إجارة لمدة 5 سنوات بمبلغ 250 مليون دولار أمريكي لتشييد مطار. وكانت الأصول هي أرض المطار التي بيعت لشركة الأغراض الخاصة. وقد قام بترتيب هذا الإصدار بنك الاستثمار الإسلامي التابع لسيتي بنك وسوف يتم إدراجه في سوق الأوراق المالية في البحرين ولكسمبورج.

وفي عام 2002م، أصدرت حكومة ماليزيا شهادات ائتمان بمبلغ 600 مليون دولار أمريكي تصبح مستحقة في عام 2007م، وهي قائمة على مفهوم الإجارة. ويملك كل حامل للشهادة، حق ملكية قطع أراضي خلال الفترة من يوليو 2002م إلى يوليو 2007م. وبموجب هذا الترتيب قامت

الحكومة ببيع حق المستفيد في الأراضي إلى شركة الصكوك العالمية الماليزية. ومن ثم أعيد بيع هذه الصكوك إلى المستثمرين لمدة 5 سنوات واحتفظته الشركة بحق المستفيد في الممتلكات في صندوق ائتمان، وأصدرت شهادات ائتمان بمعدل عائم صكوك للمستثمرين، بأسعار تستند إلى منحنى الائتمان السيادي لحكومة ماليزيا عوضاً عن قيمة الأصول.

3/3/3: الصكوك المضمونة بالقوائم المالية:

ومثال للصكوك المضمونة بقوة القوائم المالية للجهة المقترضة، هناك صكوك البنك الإسلامي للتنمية التي أصدرها في أغسطس 2003م.

وقد برزت الحاجة لتعبئة الموارد لتلبية حاجات الدول الأعضاء المتنامية من التمويل، وقام البنك بتعبئة الموارد من الأسواق المالية الدولية بإصدار صكوك لخمس سنوات بلغت قيمتها 400 مليون دولار تستحق في عام 2008م، وتقوم صكوك البنك على ضمان قوائمه المالية للجهة المقترضة، لأن أداء الأرصدة يضمنه البنك نفسه.

ومنذ عام 1998م، تصدر حكومة السودان وبنك السودان شهادات المشاركة الحكومية، وشهادات المشاركة للبنك المركزي بخصخصة مؤقتة لأسهم الحكومة في شركات القطاع العام. ويتم إصدار شهادات المشاركة الحكومية لتعبئة الموارد لتمويل العجز في الموازنة، بينما يتم استخدام شهادات البنك المركزي بصفة رئيسية كأداة للسياسة النقدية، وفي أبريل 2003، قامت حكومة السودان بإصدار صكوك الاستثمار الحكومية لأول مرة، بقيمة 6 بلايين دينار سوداني، ويتم بيع هذه الصكوك للأفراد والشركات والمؤسسات المالية، بهدف تعبئة الموارد لتمويل الأصول والمشاريع الحكومية، عن طريق صيغ الإجارة، والمرابحة، والاستصناع. ويتم تداول هذه الصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وتقوم شركة الخدمات المالية السودانية بإدارة هذه الصكوك المضارب نيابة عن وزارة المالية، وتمثل هذه الصكوك أسهما في مشاريع حكومية محددة، ولذا، فإن قيمة الصك تتوقف على أداء المشاريع المموّلة[420].

المبحث الرابع

استعراض التجارب الحكومية في الصكوك

نتناول فيما يلي بعض تطبيقات الصكوك الإسلامية الحكومية التي أصدرتها وتعاملت بها بعض الحكومات وذلك لتغطية احتياجاتها من الأموال بديلاً عن أدوات الدين العام بفائدة.

وفيما يلي نستعرض بعض النماذج للصكوك الحكومية التي أصدرتها بعض البلاد منها: .

1/4: باكستان:

قامت باكستان سنة 1980 بإصدار شهادات المشاركة لآجال متوسطة وطويلة الأجل بديلاً عن إصدار السندات بفائدة، ويمول شهادات المشاركة أفراد ومؤسسات وكانت تعطي عائداً كل ستة أشهر تحت الحساب لحين التسوية النهائية، وقد اتجهت باكستان لتشجيع التعامل بهذه الصكوك في السنوات الأولي من التعامل بها إلي ضمان حد أدني من الربح لشهادات أو لصكوك المشاركة . وفي السنوات الأخيرة اتجهت باكستان إلي الأخذ بصكوك أو شهادات المرابحة .

كما أصدرت باكستان صكوك للإجارة بلغت قيمتها 600 مليون دولار ومدتها خمس سنوات، وتم تحديد العائد علي الصكوك علي أساس معدلات التعامل بين البنوك في لندن بالدولار الأمريكي لمدة ستة اشهر + 220 نقطة أساسية، وقد شارك بنك دبي الإسلامي في إدارة هذه الصكوك الذي شهد إقبالاً كبيراً فاق التوقعات، حيث أغلق الاكتتاب عند 1.2 مليار دولار.

وتكرر هذا الإصدار مرة أخري بعد ذلك بحجم إصدار مستهدف كان يبلغ 500 مليون دولار، ولكن تمت زيادته بعد الإقبال الشديد من المستثمرين.

أما الإصدار الحكومي الثالث من قبل جمهورية باكستان الإسلامية فيقوم به بنك HSBC .

2/4: البحرين:

بدأت مؤسسة نقد البحرين في إصدار صكوك الإجارة والسلم في عام 2001، ثم أصدرت حكومة البحرين مجموعة متتالية من إصدارات الصكوك الإسلامية بلغت حتي أوائل هذا العام نحو أحد عشر إصداراً حكومياً في سلسلة صكوك الإجارة الصادرة عن مؤسسة نقد البحرين، ويبلغ إجمالي قيمتها 21.1 مليار دولار.

وفي عام 2004م أصدرت البحرين صكوكاً إسلامية بقيمة 1.3 مليار دولار. وقد أعلنت حكومة البحرين أنها ستحول جزءاً من ديونها إلي سندات إسلامية، وقال مسئول لرويترز إن مؤسسة نقد البحرين قد حولت سندات تقليدية قيمتها 300 مليون دولار إلي صكوك تأجير في العام 2004م، كما تنوي إصدار سندات إسلامية لتحل محل سندات بفائدة قيمتها 100 مليون دولار حان أجل استحقاقها .

3/4: قطر:

وقد اتجهت دولة قطر إلي استخدام الصكوك الإسلامية في المالية العامة للدولة، وقد بدأ استخدام الصكوك الإسلامية الحكومية لأول مرة في عام 2002م، ثم أصدرت حكومة قطر في عام 2004م صكوكاً إسلامية بقيمة 700 مليون دولار، وسيشهد المستقبل مزيداً من التوسع في إصدار الصكوك الإسلامية الحكومية لتوفير التمويل للنفقات العامة .

4/4: ماليزيا:

ترجع بداية العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا إلي عام 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتأسيس أول بنك إسلامي ماليزي هو "بنك إسلام ماليزيا برهاد"، وفي عام 1993 دخل نظام العمليات المصرفية بدون فوائد إلي العمل، وهو النظام الذي أسس قيام سوق نقدي إسلامي في ماليزيا. وقد تضمن قانون الاستثمار الحكومي لعام 1983م السماح للحكومة بإصدار شهادات لاتحمل فائدة، والمعروفة باسم " شهادات الاستثمار الحكومي".

وشهادات الاستثمار الحكومي لا يقتصر التعامل بها علي "بنك إسلام ماليزيا" ولكنها أتيحت لكافة المؤسسات الأخري في النظام المالي والمصرفي الماليزي، بالإضافة إلي الأفراد، وتحدد الغرض من إصدار هذه الشهادات في حصول الحكومة علي الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها علي مشروعات التنمية، والعائد علي هذه الشهادات لا يحدد مقدماً، وتصدر هذه الشهادات وفقاً لمبدأ القرض الحسن، وشكلت لجنة تشارك فيها جهات حكومية ودينية، لتحديد عائد يوزع علي حملة الشهادات، وذلك عند حلول أجل الاستحقاق، إذا كانت الشهادة لمدة عام، أو إعلان العائد بعد عام إذا كانت الشهادة لمدة أجل أكثر من العام، وتصدر الحكومة الشهادات لمدة عام أو عامين أو خمسة أعوام، وهناك شهادات بآجال أطول، وقد تجاوز الرصيد القائم من هذه الشهادات عدة بلايين من الدولارات[421].

وتعتبر شهادات الاستثمار الحكومية الإسلامية في ماليزيا البديل الإسلامي لأذونات وسندات الخزانة، وفي نفس الوقت يمكن للبنك المركزي استخدامها كأداة من أدوات عمليات السوق المفتوحة، وأداة يستخدمها البنك الإسلامي لاستثمار فوائضه من السيولة النقدية... الخ .

وقد شهدت الصكوك الإسلامية الحكومية في ماليزيا تطوراً لاحقاً، وذلك بإصدار صكوك الإجارة الإسلامية، فمثلا في ديسمبر 2004م قام بنك نوربيا/للبحرين بإدارة عملية الاكتتاب في صكوك إسلامية لصالح ولاية (سارلواك) الماليزية وكان المبلغ المطلوب للإصدار 350 مليون دولار، في حين بلغ المبلغ المكتتب به نحو 1.3 مليار دولار .

5/4: مصر:

استحدث القانون رقم 146 لسنة 1988م نوعية جديدة من التمويل في مصر تعتبر بديلاً للسندات وأذونات الخزانة، وهي :

1-صكوك الاستثمار.

2-صكوك التمويل ذات العائد المتغير .

وحدد القانون قواعد إصدار هذه الصكوك وقواعد توزيع الربح علي حملة الصكوك، وأجاز إصدار صكوك تمويل قابلة للتحويل إلي أسهم، وتقيد صكوك التمويل في البورصة خلال سنة من تاريخ التغطية أو قفل باب الاكتتاب، وقد تمتع نظام هذه الصكوك بمرونة من حيث :

1-المشاركة (متعددة أو محددة) .

2-الاسترداد : استردادها أو تحويلها إلي أسهم .

3-المدة : قصيرة أو متوسطة أو طويلة .

4-العائد : شهري أو سنوي أو في نهاية المدة .

5-التداول : مقيدة أو غير مقيدة في البورصة .

6-التمويل : مستمر أو مؤقت .

7- الجهة : قطاع عام أو قطاع خاص. وهو المهم.

وبذلك أوجدت هذه الصكوك أدوات تمويل للقطاع العام وفقاً للنظام الإسلامي، ولكن إلي الآن لم يتم تفعيل هذه الأداة عملياً .

6/4: إيران:

في جمهورية إيران الإسلامية تصدر الحكومة سندات مشاركة لمشروع محدد، علي أن يقوم بالإصدار أمناء الاكتتاب، ويضمن المصدر حداً أدني من الربح، وإذا زاد عن ذلك يوزع بعد إنتهاء المشروع، وإذا لم يتحقق ربح وقع عبء الخسارة علي عاتق المصدر، ويتولي "بنك مللي طهران" إصدار سندات بلدية طهران، ويضمن حداً أدني من العائد، وقد أصدرت بلدية طهران في عام 1994م، صكوك مشاركة لإعادة بناء طريق "نافاب" السريع وفقاً لهذه الشروط .

7/4: ألمانيا:

لم يقتصر استخدام الصكوك الإسلامية علي مستوي البلاد الإسلامية، بل تم استخدامها من قبل سلطات بعض الولايات في البلاد غير الإسلامية .

فقد شارك بيت التمويل الكويتي في إصدار أول صكوك إجارة لدولة أوروبية وفق الشريعة الإسلامية، ومدة الصك خمس سنوات قيمتها

100 مليون يورو، لصالح ولاية " سكسوني انهلت " الألمانية، وبلغت حصة بيت التمويل الكويتي 30 مليون يورو .

8/4: تجربة تنويع آجال الصكوك لدى البنك الإسلامي للتنمية:

كانت بداية صكوك الإجارة التي أطلقها البنك الإسلامي للتنمية سنة 1424هـ فكرة مبتكرة لورقة مالية موافقة للشريعة مدتها خمس سنوات، كان المستهدف من هذا الإصدار في البداية تعبئة 300 مليون دولار، ثم رفعه إلى 400 مليون دولار استجابة لطلب السوق.

وفي إطار الخطة الاستراتيجية للبنك، ومن أجل تمويل المشروعات التنموية بالدول الأعضاء، استحدث البنك في يونيو 2005 هيكل الصكوك جديدة سماه "برنامج أذونات متوسطة المدى" ويلغت قيمته بليون دولار أمريكي، استحقاق 5 سنوات، وبمعدل عائم يدفع مرتين في السنة.

كما تمت هيكلة صكوك "الأذونات القصيرة المدى" على أساس أصول إجارة واستصناع وبيع لأجل وقد تميزت هذه الصكوك –الأذونات قصيرة الأجل– بإقبال شديد من المستثمرين، حتى إنه تم تخصيص نسبة 44% فيها لمؤسسات من الدول غير الأعضاء (أي غير الإسلامية)، كما أنها ساعدت على تحقيق منحنى تكلفة يميل إلى الانخفاض[422].

المبحث الخامس

تقييم تجربة الصكوك الإسلامية في مجال توفير الاحتياجات الرسمية

شهدت الأعوام العشرة الماضية تطورا نوعيا في مجال النشاط المصرفي والمالي الإسلامي، وذلك بالتوجه إلى إصدار الصكوك لاستخدامها كأداة ادخارية واستثمارية لكل من البنوك الإسلامية والشركات بمختلف أنشطتها وكذلك الحكومات. وكان الاتجاه الحكومي نحو استخدام الصكوك في توفير الاحتياجات التمويلية الرسمية تطورا بارزا، نظرا لمعدلات النمو السريعة في حجم التمويلات الحكومية باستخدام الصكوك، وقد تعددت الدول التي اتجهت هذا الاتجاه فشملت كل من: باكستان، البحرين، قطر، ماليزيا، مصر، السودان، إيران بالإضافة إلى بعض حكومات الولايات في جمهورية ألمانيا.

1/5 تقييم تجربة قطر وماليزيا:

وفي تجربة دولة قطر كانت الصكوك من نوع الصكوك المضمونة بمشروعات كما في المشروع الحكومي لإنشاء مدينة حمد الطبية في الدوحة، وتم إصدار صكوك الإجارة لجمع الأموال من المستثمرين على أساس معدل سنوي متغير.

أما في حالة الصكوك التي أصدرتها حكومة ماليزيا فكانت من نوع الصكوك المضمونة بأصول وفقا لصيغة الإجارة، وتعطي حملة الصكوك معدل عائد متغير.

2/5 تقييم تجربة السودان:

أما في تجربة حكومة السودان فقد أصدرت الحكومة شهادات المشاركة الحكومية لتعبئة الموارد لتمويل العجز في الموازنة، بالإضافة إلى إصدار صكوك الاستثمار الحكومية التي تم بيعها للأفراد والشركات والمؤسسات المالية بهدف تعبئة الموارد لتمويل الأصول والمشروعات الحكومية عن طريق صيغ الإجارة والمرابحة والاستصناع، وهذه الصكوك قابلة للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وقيمة الصك تتوقف على أداء المشروعات الممولة.

وهذه التجربة السودانية في الصكوك الحكومية تجربة متميزة حيث تستخدم صكوكا للمشاركة والمضاربة بالإضافة إلى الإجارة، وبذلك تتميز بتنوع الصكوك، وطبيعة العلاقة، وأسس تحديد العائد عليها، بالإضافة إلى كونها قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية الرسمية مما يوفر لها ميزة التمتع بالسيولة.

3/5 تقييم تجربة البنك الإسلامي للتنمية:

وللبنك الإسلامي للتنمية تجربة رائدة في مجال الصكوك، حيث استخدمها في توفير التمويل لبعض المشروعات، وفي توفير التمويل أيضا لبعض الدول الأعضاء، وتتميز تجربة البنك الإسلامية للتنمية بأنها تجمع الأموال من الأسواق المالية الدولية بضمان القوائم المالية للبنك نفسه.

4/5 تقييم تجربة دولة البحرين:

وبالنسبة لتجربة دولة البحرين فقد استخدمت صكوك الإجارة لتوفير الموارد اللازمة للحكومة لإنشاء بعض المشروعات وبخاصة مشروعات المرافق الأساسية، وقامت بتوفير التداول لهذه الصكوك في سوق الأوراق المالية في البحرين ولكسمبورج.

وتعتبر تجربة البحرين انتقالاً نوعياً في إصدار الصكوك، حيث قامت الحكومة بإحلالها محل السندات وبذلك تحل الصكوك الإسلامية محل الأدوات المالية التقليدية في خطوة مميزة، تغير من هيكل أدوات المالية العامة لتتجه إلى الأدوات المالية الإسلامية، كما تعكس صلاحية الصكوك الإسلامية ليس فقط بالنسبة لتوفير أدوات لتمويل المالية الحكومية، وإنما أيضا للإحلال محل السندات بفائدة، في بادرة تفتح الباب واسعاً أمام التوسع في استخدام الصكوك الإسلامية لإعادة هيكلة أدوات المالية العامة.

5/5 تقييم تجربة باكستان:

أما بالنسبة لتجربة باكستان فتعتبر التجربة الأقدم في هذا المجال حيث قامت باكستان سنة 1980م بإصدار شهادات المشاركة لآجال متوسطة وطويلة بديلا عن إصدار السندات بفائدة، وكانت تعطي هذه الشهادات عائدا كل ستة أشهر تحت الحساب، ثم اتجهت باكستان في السنوات الأخيرة إلى الأخذ بصكوك المرابحة، ثم إصدار صكوك للإجارة.

6/5 تقييم موجز للتجارب السابقة:

وفي تقييم سريع وموجز لهذه التجارب، نورد الملاحظات التالية :

1- إن قيام بعض الحكومات باستخدام الصكوك الإسلامية في تمويل النفقات العامة لبعض المشاريع والأنشطة يعتبر تحولا جذريا، لأنه يؤسس لعنصر من العناصر الضرورية لاستكمال هيكل النظام المالي الإسلامي .

2- لا تزال التجربة الحكومية في إصدار الصكوك الإسلامية في بداياتها الأولي، سواء من حيث الكم أو الهيكل للأدوات المالية المستخدمة، فلا تزال أدوات الدين العامة هي التي تشكل الغالبية العظمي في توفير التمويل الحكومي .

3- يمثل استبدال أدوات الدين العام بصكوك إسلامية تحولا نوعياً آخر، ينبغي مساندته وتدعيمه وتوفير الأدوات الملائمة لهذا التحول.

4- أظهرت البيانات الخاصة بعمليات الاكتتابات في بعض إصدارات الصكوك الإسلامية (في حالة ماليزيا مثلا) إلي أن الدعوة للاكتتاب في الصكوك قد استقطبت بنوكا ومؤسسات مالية إسلامية وتقليدية أسيوية وشرق أوسطية وأوروبية، مما يشير إلي إتساع قاعدة المؤسسات والبنوك، الراغبة في التعامل في الصكوك الإسلامية، مع تنوع في البنوك ما بين تقليدية وإسلامية، وكذلك وجود طلب محتمل متنامي علي الصكوك الإسلامية.

5- يمثل استخدام الصكوك الاسلامية في تمويل النفقات العامة لبعض الدول تحولا جذرياً، لأنه يؤسس لعنصر من عناصر استكمال قيام سوق مالي إسلامي . كما يمثل استبدال أدوات الدين العام بصكوك إسلامية تحولا نوعياً آخر، ينبغي تدعيمه والتوسع فيه .

6- إن استخدام آلية الصكوك الإسلامية كأداة تمويل للنفقات العامة في البلاد غير الإسلامية يقدم دليلاً علي صلاحية الصكوك من منظور الكفاءة والفاعلية كأداة تمويلية ..

الخلاصة والنتائج والتوصيات

1- تشكل المبادئ والقواعد وعقود المعاملات الإسلامية أساساً مرنا لاستحداث أدوات مالية إسلامية متنوعة، ومنها إصدار والتعامل بالصكوك الإسلامية لمختلفي الأغراض والأنشطة والآجال.

2- تتنوع الصكوك الإسلامية، تنوعاً واسعاً، فتشمل: صكوك المضاربة والمشاركة، والسلم، والاستصناع، والإجارة... إلخ، كما تتنوع الصكوك وفقا للآجال، فهناك الصكوك قصيرة الأجل، ومتوسطة وطويلة الأجل.

3- هناك ثلاثة جهات حاليا تصدر الصكوك، هي:

أ- الصكوك الحكومية.

ب- صكوك البنوك والمؤسسات المالية.

ج- صكوك الشركات والمشروعات.

وتوظف الصكوك الحكومية لتوفير موارد مالية للوفاء بالاحتياجات الحكومية، أما صكوك البنوك والمؤسسات المالية فتصدر إما بفرض كوعاء ادخاري، أو كوسيلة لتوظيف الموارد، وبالنسبة لصكوك الشركات فتصدر عادة لجذب موارد مالية لها كجزء من الهيكل التمويلي لأنشطتها المختلفة.

4- تشهد الآونة الأخيرة التوسع المضطرد في اتجاه الحكومات الإسلامية وغير الإسلامية نحو الصكوك الإسلامية كوسيلة لتوفير موارد مالية لتغطية الاحتياجات الرسمية للحكومات صكوك الإجارة بصفة خاصة.

5- توجد مؤشرات قوية تعكس وجود ميول توسعية في سوق الإصدارات الإسلامية وقد حقق حجم سوق الإصدارات من الصكوك الإسلامية ارتفاعاً ملحوظاً في السنوات الأخيرة.

6- يمثل الإطار التشريعي عاملاً حيوياً للتوسع في سوق الصكوك الإسلامية، نظراً لما يوفره من حماية وضبط للمعاملات وإرساء للأعراف واستقرار لها، ويتيح جذب متعاملين جدد إلى السوق.

تتطلب عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ضوابط فنية واستكمال الإطار التشريعي والمؤسسات المكملة لسوق الإصدار

والتداول للصكوك وذلك في إطار الاتساق مع أحكام الشريعة وقواعدها وعقودها.

7- يلاحظ غياب الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية غيابا كاملا في بعض الدول الإسلامية، كما يلاحظ عدم استكماله في بعض الدول الإسلامية الأخرى.

ونوصي باستكمال هذا الإطار وشموله لكافة الجوانب والأنشطة المتعلقة بالتعامل في سوق الصكوك الإسلامية، سواء على مستوى سوق الإصدار أو السوق القانوني، مع مراعاة التوافق بين هذا الإطار القانوني وضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية.

الفصل الثامن

مخاطر التمويل الإسلامي

تفعيل الصكوك الإسلامية عبر عقود المداينات

المطلب الأول :

صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة

معظم صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا بنيتهما عبر عقود المداينات مثل البيع بالثمن الآجل والمرابحة[423]. وعرفت صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة من ناحية تطبيقية في ماليزيا : بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة قيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها. وإصدارهما مبنية على أساس البيع بالثمن الآجل[424]أوالمرابحة[425].

وبذلك، الاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك. فإن إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل للاستثمارات طويلة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من خمسة سنوات فصاعدا، وأما إصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريبا (لقصيرة الأجل) ومن سنة إلى خمسة سنوات تقريبا (لمتوسطة الأجل). ومدة الاستحقاق المذكورة أعلاه مجرد تقدير، لأن مسألة الأجل تتوقف على طبيعة المشروع.

ولكن هذا التعريف يختلف اختلافا تاما عن التعريف الذي جاء من المعايير الشرعية عن صكوك المرابحة، بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك"[426] هذه الوثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وقبضها وتخزينها. ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة[427].

ولتوضيح الخطوات اللازمة لإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا، فيمثلها شكلان؛ رقم (2) و رقم (3) عنها :-

شكل رقم (2)

بنية أساسية لإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل / المرابحة في ماليزيا[428]

يلاحظ من شكل رقم (2) ما يلي :-

<u>الخطوة الأولى قبل إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة</u> :-

1) تعين الجهة المصدرة الأصول التي ستحرزها من قبل جهة المكتتب الأول.
2) تشتري جهة المكتتب الأول تلك الأصول بقيمة 100 مليون رينجيت ماليزي نقدا
3) تبيعها ثانية إلى الجهة المصدرة (الصاحب الأول للأصول) في ثمن أعلى من الثمن الأول أقساطا مؤجلا بقيمة 124 مليون رينجيت ماليزي مثلا على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة.

وفي رأي الباحثة أن التجربة الماليزية في هذه الحالة حقيقة يرتبط ببيع العينة لأنه تتم هذه العملية من الجهة المصدرة للحصول على النقد والتي هي بحاجة إليه، وليس للحصول على السلع (في هذه الحالة تشير إلى الأصول). وتعود هذه الأصول إلى الجهة المصدرة (الصاحب الأول للأصول) بدون فقدانها. وهذه الخطوة كأنّ قصد الجهة المصدرة الحصول على النقد مجردا، واستخدام الأصول التي تعتبرها الموجودات الأصيلة (underlying assets)[429] هو حيلة للحصول على النقد. لذا، تعد هذه الصفقة التحايل إلى الربا، وهو العلة في تحريم بيع العينة عند جمهور الفقهاء. وفي التجربة الماليزية لم تطرح صكوك بيع العينة، وإنما يطبق مبدأ بيع العينة في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة بحيث تبنى هذه الصكوك على أساس بيع العينة.

<u>مسألة بيع العينة في بنية صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا</u>

بعد استعراض تطبيق بيع العينة المتعلقة بإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا، تستعرض الباحثة آراء الفقهاء في مسألة بيع العينة وأدلتهم فيها. فقد اتفق الفقهاء على تحريم بيع العينة إذا كان هناك شرط مذكور في العقد ذاته على الدخول في العقد الثاني[430] ، وأما إذا لم يكن هناك شرط فقد اختلفوا في ذلك على قولين :

<u>القول الأول : المانعون وأدلتهم</u>

ذهب جمهور الفقهاء، منهم الأئمة الثلاثة : أبو حنيفة ومالك وأحمد إلى تحريم بيع العينة. فهم يذهبون إلى أنه إذا لم يتوسط شخص ثالث بين البائع والمشتري فإن البيع يكون غير صحيح لوضوح الغرض منه وهو التعامل بالربا[(2)]. وأما الحنفية فقالوا إن بيع العينة عقد فاسد، وقال المالكية والحنابلة أن هذا العقد يقع باطلا : سد الذرائع[431]. والعينة التي عناها الجمهور في المحرم من بيوع الآجال، أي كل بيع يتخذ ذريعة ربوية للحصول على زيادة مال مقابل الأجل. لما لم تكن كل زيادة في ثمن مبيع مقابل الأجل ربا، فقد شملت بيوع الآجال عندهم بيوعا جائزة مشروعة وأخرى محرمة ممنوعة[432] ومن أدلتهم :-

1) أخرج أبو داود في سننه عن أبي عبد الرحمن الخراساني عن عطاء الخراساني عن نافع ابن عمر – رضي الله عنهما – قال : سمعت رسول الله صلى الله عليه وسلم يقول : " إذا ضن الناس بالدينار والدرهم، وتبايعوا بالعينة، واتبعوا أذناب البقر، وتركوا الجهاد في سبيل الله، أنزل الله بهم بلاء، فلا يرفعه حتى يراجعوا دينهم "[433]. وجه الدلالة أن في هذا الحديث وعيدا شديدا من رسول الله صلى الله عليه وسلم لمن ارتكب الخصال التي ورد ذكرها في الحديث، منها بيع العينة، ويدل هذا الوعيد على تحريم هذا النوع من البيع، وإلا لما أدخله صلى الله عليه وسلم في جملة ما استحقوا به العقوبة. كما يشير هذا الحديث إلى أن التعامل ببيع العينة ربما يخرج فاعلها من الدين، حيث قال : " حتى تراجعوا إلى دينكم"[434]

2) عن أبي هريرة رضي الله عنه عن النبي صلى الله عليه وسلم قال : " من باع بيعتين في بيعة فله أوكسهما أو الربا "[435]. وجه الدلالة : شمل هذا الحديث بيع العينة، لأن فيه بيعتين في بيعة واحدة. فإذا باع شخص لآخر سلعة بثمن مؤجل، ثم اشتراها منه حالا بثمن أقل من ثمنها المؤجل، فيكون قد باع بيعتين في بيعة. وخلاصة الصفقتين أن البائع قد أعطى المشتري دراهم، لكنه أخذ دراهم أكثر منها، وفي الوقت نفسه عادت إليه سلعتة، وهنا لا يكون له إلا أوكس (أنقص) الصفقتينن وهو مقدار القيمة العاجلة، أما إذا أخذ الزيادة فقد أربى، وفي هذا دلالة على تحريم بيع العينة[436].

<u>القول الثاني : المجيزون وأدلتهم</u>

أما مذهب الشافعية[437]، والظاهرية[438]، وقول أبو يوسف من الحنفية[439] فقد ذهبوا إلى جزاو بيع العينة مع المراهية، ويوضح ذلك ما أورده الطوسى وهذا نصه : " سألت أبا عبد الله عن الرجل يبيع المتاع بنسئ فيشتريه من صاحبه الذي يبيعه منه، قال : نعم، لا بأس به، فقلت له :

اشترى متاعي؟ قال : ليس من متاعك، ولا بقرك، ولا غنمك "(4). وفي نهاية المحتاج ما نصه : " وقد يكره كبيع العينة وكل بيع اختلف في حله كالحيل المخرجة من الربا "[440].

وأدلتهم :-

1) قول الله تعالى : ﴿ وأحل الله البيع وحرم الربا ﴾[441]وجه الدلالة : أن اللفظ عام يشمل كل بيع إلاما نص دليل على إخراج من هذا العموم، فيكون بيع العينة حلال بنص الآية الكريمة لعمومها، إذ لم يثبت دليل يحرم بيع العينة فيقى دالا تحت العموم المفيد للجواز[442].

2) ما أخرجه الشيخان من حديث أبي هريرة وأبي سعيد الخدري رضي الله عنهما : أن رسول الله صلى الله عليه وسلم استعمل رجلا على خيبر، فجاءه بتمر جنيب[443]، فقال له رسول الله صلى الله عليه وسلم : أكا تمر خيبر هكذا؟ قال : لا والله يا رسول الله، إنا لنأخذ الصاع من هذا بالصاعين والصاعين بالثلاثة. فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم : لا تفعل، بع الجمع[444] بالدرهم ثم ابتع بالدرهم جنيبا[445].

3) وذهب الإمام الشافعي إلى جواز بيع العينة[446]، وحجته في ذلك القياس، فلقد قال في الأم في هذه المسألة : ((ولو اختلف بعض أصحاب النبي صلى الله عليه وسلم في شيء فقال بعضهم فيه شيئا، وقال بعضهم بخلافه؛ كان أصل ما نذهب إليه أنا نأخذ بقول الذي معه القياس. ثم قال : فإن قال قائل فمن أين القياس مع قول زيد؟ قلت أرأيت البيعة الأولى أليس قد ثبت بها عليه الثمن تماما، فإن قال بلى قيل أفرأيت البيعة الثانية أهي الأولى؟ فإن قال لا قيل : أفحرم عليه أن يبيع ماله بنقد وإن كان اشتراه إلى أجل؟ فإن قال لا إذا باعه من غيره، قيل : فمن حرمه منه؟ فإن قال كأنها رجعت إليه السلعة، أو اشترى شيئا دينا بأقل منه نقدا ...))[447]

4) إن بيع العينة جائز مع الكراهة لأن العقد توافر فيه ركنه وهو الإيجاب والقبول الصحيحان، ولا عبرة في إبطال العقد بالنية التي لا نعرفها لعدم وجود ما يدل عليها. وفي ذلك يقول الإمام الشافعي[448] : ((أصل ما أذهب إليه أن كل عقد كان صحيحا في الظاهر، لاأبطله بتهمة ولا لعادة بين المتبايعين، وأجزته بصحةالظاهر، وأكره لهما النية إذا كانت النية لو أظهرت كانت تفسد البيع)).

بعد الدراسة والبحث عن آراء الفقهاء الأربعة عن بيع العينة، قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها بتاريخ 29 يناير/ كانون الثاني 1997 إعداد قول بعض فقهاء الشافعية والظاهرية وأبي يوسف بجواز بيع العينة – قضاءً – ، ما دام أن العقد قد استكمل أركانه وشروطه ولم يتضمن ما يفسده، أما النية المستترة فردها إلى الله عز وجل يحاسب صاحبها عليها[449]. وقرر الشافعي في مثل هذه المعاملة فقال : ((أصل ما أذهب إليه أن كل عقد كان صحيحا في الظاهر لم أبطله بتهمة ولا بعادة بين المتبايعين وأجزته بصحة الظاهر، وأكره لهما النية إذا كانت النية لو أظهرت كانت تفسد البيع))[450]. ويقول الشافعي أيضا من ضمن استدلاله على جواز العينة : ((ليست البيعة الثانية من البيعة الأولى بسبيل ألا ترى أنه كان للمشتري البيعة الأولى إن كانت أمة أن يصيبها أو يهبها أو يبيعها ممن شاء غير بيعة بأقل أو أكثر مما اشتراها به نسيئة ..))[451]. وقال أبو يوسف : لا يكره هذا البيع؛ لأنه فعله كثير من الصحابة وحمدوا على ذلك ولم يعدوه من الربا[452].

وقد وافقت اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي الماليزي على قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية الذي يقضي بجواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة.

وإحدى الحجج لدعم وجهة نظر بعض الفقهاء في جواز بيع العينة بأن اللجنة رأت أنها تحقق المصلحة العامة، حيث يمكن أن تتغلب على

مسألةنقص السيولة في البلاد، بدون الحاجة للجوء إلى القروض من البنوك التقليدية على أساس الربا المحرم شرعا. وربما تشريع هذا البيع يتوافق مع القاعدة الفقهية ((إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضررا بارتكاب أخفهما))(*). فإذا تعارضت مفسدتان، إحداهما أكبر فسادا من الأخرى، وكان لابد من فعل واحدة منهما، فإن الواجب هو درء الأكبر منهما بارتكاب الأصغر، وهذا مقتضى الحكمة والنظر الصحيح، ويكون الفاعل في ذلك محسنا، لأنه دفع أشر الشرين بأدناهما[453]. وفي حالة بيع العينة الممارسة في السوق الماليزي،فيلجأ إلى هذه القاعدة لرفع الضرر الأكبر وهو الربا المحرم شرعا، ولذا بناء على هذه القاعدة فهي أفضل من عمل عناصر أخرى محرمة شرعا [454].

وبهذا، ما دام لا يوجد بديل شرعي للتَّغلُّب على مسألة نقص السيولة بصورة كاملة، فإن ماليزيا تأخذ بوجهة النظر القائلة بجواز بيع العينة في السوق المحلية على الأقل. وبيع العينة عبارة عن أحد الطرق التمويلية المباحة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث إذا كانت المؤسسات أو الأفراد بحاجة إلى رأس المال لإشباع أغراض معينة، فيمكن أن يستخدمواهذه الطريقة بكون موجوداتهم كموجودات أصيلة (Underlying assets). وبالتالي إذا كانوا بحاجة إلى تلك الموجودات، فمن خلال هذه الطريقة تسمح لهم بالحصول على السيولة النقدية لتلك الموجودات بدون فقدانها[455].

<u>ترجيح الباحثة</u>

بعد استعراض آراء الفقهاء في حكم بيع العينة وأدلتهم، ورأي اللجنة الاستشارية الشرعية وحججها فيه، فترجح الباحثة إلى قول القائلين بحرمة بيع العينة وهو القول الراجح. وذلك من أجل ورود الأدلة الصحيحة والصريحة بذلك. وترد حجج اللجنة عن جواز بيع العينة منها :-

1) تطبيق بيع العينة لتحقيق المصلحة العامة في تغلب على مسألة نقص السيولة.

إن هذه الحجة في جواز بيع العينة ضعيفة لأن من خلال أساس مقاصد الشرعة في المصالح والمفاسد، والتي تجمع في " جلب

المصالح، ودرء المفاسد "[456] ، فقد بينت إذا تعارضت المصلحة مع الشرع فهي نوع من الهوى، وبذلك لا يمكن أن تحقق المصلحة العامة الحقيقية. وتوجد قواعد أخرى وهي " درء المفاسد مقدم على جلب المصالح "[457] أو " إذا تعارضت مفسدة ومصلحة يقدم دفع المفسدة على جلب المصلحة "[458]. لذا هذان القاعدتان أيضا مناسبة في هذه المسألة لأن بيع العينة صورة واضحة للتحايل على الربا وإن غالب قصد الناس منه الحصول على النقود، ولا البيع والشراء حقيقة.

2) إن آراء بعض الفقهاء المجيزين في بيع العينة عن دليلهم من قوله تعالى : ﴿ وأحل الله البيع وحرم الربا ﴾[459] هو حجة ضعيفة. فقد أجيب على ذلك من قبل المانعين : بأن هذه الآية عامة، ولكن يجوز تخصيصها بأخبار الآحاد، التي أفادت تحريم بيع العينة عند الجمهور القائلين بجواز تخصيص عموم القرآن الكريم بأخبار الآحاد كما هذه الآية خصصت بتحريم بيع الغرر والميتة والخمر فما ورد بتخصيص هذه الأشياء ورد بالعينة ما يماثله[(4)].

3) للابتعاد عن ممارسة بيع العينة في إصدار الصكوك الإسلامية، فيجب على اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية تعمل الدراسة والبحث المتعمقة، وتحاول إقامة صكوك المرابحة بمفهوم مختلف عن تطبيقها في ماليزيا في الوقت الحاضر كما تعرف المعايير الشرعية صكوك المرابحة كما سبق بيانه. فترى الباحثة أن تعريف صكوك المرابحة من المعايير الشرعية أوضح لأنها لا تدخل في عملية بيع العينة في إصدار هذه الصكوك، بينما في ماليزيا فإن عملية إصدار هذه الصكوك عن طريق بيع العينة التي يعتبر التحايل إلى الربا

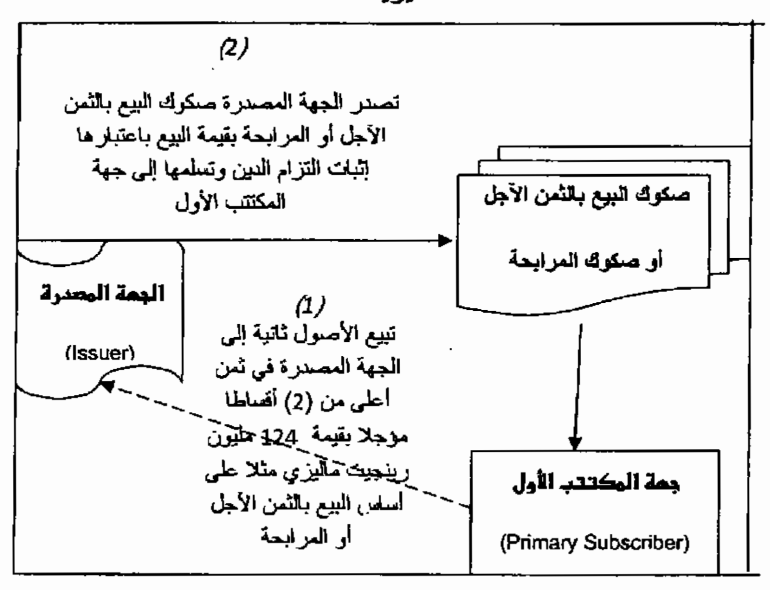
4) إن قرار هاتين اللجنتين في ماليزيا حول بيع العينة تختلف اختلافا تاما عن قرار مجمع الفقه الإسلامي لأنه يعتبر هذا البيع صورة

واضحة للتحايل على مقاصد الشريعة الإسلامية، لأن من يشتري شيئا من آخر بثمن مؤجل، ثم يبيعه له بأقل من ثمنه حالا أو العكس، لم يقصد حقيقة البيع، وإنما قصد القرض بفائدة؛ لذا قرر مجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي في دورته الخامسة عشرة المنعقدة في مكة المكرمة التي بدأت يوم السبت 11 رجب 1419 هـ الموافق 31 أكتوبر 1998م، قد جاء حكم بيع العينة بعدم جواز هذا البيع في موضوع حكم بيع التورق، فعليه أن لا يلجأ إلى مثل هذا التحايل لأنه يؤثر على التوازن الاقتصادي في المجتمع ويفتح باب الربا من حيث تم إغلاقه.

أما الشكل التالي يمثل عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة في ماليزيا. وهي تعتبر الخطوة الثانية بعد ممارسة بيع العينة في عملية إصدارها.

شكل رقم (3)

عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل / المرابحة في ماليزيا[460]



ويلاحظ من الشكل أعلاه، فهو يعتبر الخطوة الثانية في إصدار هذه الصكوك. وفي التجربة الماليزية تسمى صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة لأنهما تشيران إلى بيع الأصول بثمن مؤجل (124 مليون رينجيت ماليزي) ويزيد عن ثمنها نقدا (100 مليون رنجيت ماليزي) وتسليمها حالا خلال وقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقا بين المتعاقدين. ولا يتعلق بصفقة أولى حيث بيع الأصول من الجهة المصدرة إلى جهة المكتتب الأول بثمن نقدا.

وبعد إعادة الإصول إلى الجهة المصدرة بثمن مؤجل أعلى من ثمن حال (بقيمة 124 مليون رينجيت ماليزي) فتصدر للجهة المصدرة صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة بقيمة البيع الثاني باعتبارها إثبات المديونية لها لدى جهة المكتتب الأول. وفي عملية لإصدار هذه الصكوك يحتاج إلى

عملية التصكيك. وتحدث عملية التصكيك عادة في السوق الأولية. ولما السوق الثانوية لغرض تداول هذه الصكوك للمستثمرين للحصول على السيولة النقدية بسبب حاجة إليها فورا قبل مدة الاستحقاق.
وفي التجربة الماليزية، يعتبر إصدار هذه الصكوك جائزا شرعا عندما تستند إلى الموجودات التي تنتج عن عملية التصكيك. وتقوم الموجودات المصككة على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة. وتسجل في هذه الصكوك كافة المعلومات عنها مثل مدة الاستحقاق، وهامش الربح، وسعر البيع، وقاعدة سدادها[461].

<u>التصكيك في عملية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة</u>

قبل أن تناقش الباحثة حكم التصكيك، ينبغي لنا أن نفهم تعريف التصكيك. وهو مترجم من المصطلح الاقتصادي الإنجليزي: *"Securitization"* . وتعريف التصكيك بأنه: " عملية تحويل الأصول والموجودات والديون إلى صكوك تصدر في السوق الأولية، وتتداول في السوق الثانوية"[462] ، وعملية التصكيك بدأت بتصكيك الديون ـ في الاقتصاد التقليدي ـ هو ما أدى ببعض الباحثين إلى تعريف عملية التصكيك بقوله: "جعل الدين المؤجل في ذمة الغير ـ في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول أجله ـ صكوكا قابلة للتداول في سوق ثانوية"[463].
ولكن عملية التصكيك في الاقتصاد التقليدي لا تقتصر على الديون المؤجلة في الذمم فقط ، وإنما تعدت اليوم لتشمل كافة الأصول (Assets)[464]. والتصكيك وفقا لمبادئ الشريعة يخضع لضوابط شرعية معينة هي[465] :-

1) أن تكون الأصول المالية المصككة متوافقة مع معايير القواعد المالية الإسلامية.
2) أن تكون بنية الصكوك الإسلامية (structures) مطابقة للضوابط الشرعية.
3) أن يكون إصدار الصكوك وتداولها وفقا للمعايير الشرعية.

ولذا يمكن تعريف التصكيك من منظور شرعي، بأنه : عملية تقسيم ملكية الأصول أو الموجودات المالية إلى أجزاء، يمثل كل جزء منها صك أو ورقة مالية قابلة للتداول في سوق رأس المال وفقا للضوابط والمعايير الشرعية، ويعد مالك الصك مالكا للجزء أو الحصة في الأصول المالية أو الحصة في رأس المال المشروع الذي يطور بحصيلة هذه الصكوك[466].

أما عن الحكم الشرعي للتصكيك ومدى مشروعيته، فالنظر الفقهي يقتضي التفريق بين نوعين من المديونية : مديونية النقود، ومديونية السلع (عروض التجارة). وبيان ذلك فيما يلي[467] :-

<u>أولا : تصكيك الدين النقدي</u>

إذا كان الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد نقودا، فقد اتفق الفقهاء على عدم جواز توريقه، وامتناع تداوله في سوق ثانوية، سواء بيع بنقد معجل من جنسه – حيث إنه يكون من قبيل حسم الكمبيالات، وينطوي على ربا الفضل والنساء باتفاق الفقهاء – أو بيع بنقد معجل من غير جنسه، لاشتماله على ربا النساء، وذلك لسريان أحكام الصرف عليه شرعا. ولا فرق في ذلك الحكم بين ما إذا كان سبب وجوب الدين النقدي في الذمة قرضا أو بيعا أو إجارة أو غيرها.

ومن أجل ذلك، فلا يجوز تصكيك دين المرابحة (المصرفية) المؤجل، وتداوله من قبل المؤسسات المالية أو الأفراد في سوق ثانوية أو من طريق البيع المباشر بنقد معجل أقل منه. لأن إن ذلك من الربا باتفاق أهل العلم.

أما عن حكم بيع صكوك المضاربة لدى البنوك الإسلامية، التي تمثل حصصا شائعة في وعاء المضاربة، فحكمه حسب حالات معينة[468].

غير أن عدم جواز تصكيك المديونية النقدية باعتباره نوعا من حسم الأوراق التجارية لا يعني إغلاق باب المشروعية بالكلية أمام فكرة تصكيك الدين النقدي، وذلك لأننا لو طورنا مفهوم التصكيك التقليدي السائد، ووضعنا بعض الضوابط الشرعية على ممارساته لأمكن الخروج بصورة مقبولة شرعا للتصكيك. وبناء على ذلك، إذا صككنا الدين النقدي المؤجل على أساس قصر مبادلته على عروض التجارة (أي السلع

المعينة) الحاضرة، بأن يُجعل ثمنا لها، لكان ذلك جائزا شرعا، إذا انتفى غرر عدم القدرة على تسليم الدين في وقت محله[469]. وهو يعتبر بيع العرض الموصوف في الذمة المؤجل بنقد معجل.

ثانيا : تصكيك الدين السلعي

إذا كان الدين الثابت في الذمة – المؤجل الوفاء – سلعا، بأن كان مبيعا موصوفا في الذمة، منضبطا بموصوفات محددة، طبقا لمقاييس دقيقة معروفة، سواء أكان من المنتجات الزراعية، أم الصناعية أم من منتجات المواد الخام... فإنه يمكن تخريج جواز تصكيكه على قول الإمام أحمد الذي رجحه ابن تيمية وابن القيم – وهو وجه عند الشافعية أيضا – بجواز بيع الدين المؤجل من غير المدين بثمن معجل إذا خلا من الربا، وكذا على مذهب المالكية القائلين بجواز بيعه إذا لم يكن طعاما، وسلِمَ من الغرر والربا وبعض المحظورات الأخرى، مع مراعاة ما تلزم مراعاته من القيود والشرائط الشرعية.

وفي رأي الباحثة عن تطبيق التصكيك في التجربة الماليزية، بأنها تطبق تصكيك الدين النقدي في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة، وهو عدم الجواز عند الفقهاء لأنه تصكيك دين المرابحة المؤجل. وذلك لأن الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد هو نقودا. ولو كان بعض آراء الفقهاء الماليزيين يعتبرون بأن الدين الذي ينتج من عملية التصكيك يستند إلى الأصول (الموجودات الأصيلة)، ولذا هذا الدين يعد مالا وليس نقودا، وكأنها تصكيك الدين السلعي، ويمكن أن تتداول بها في السوق الثانوية.

وفي التجربة الماليزية أيضا تطبق بيع العينة قبل عملية التصكيك لإصدار كلتي الصكوك. بينما حكم هذا البيع لا يجوز عند جمهور الفقهاء. لذا عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا لا توفر شروط تصكيك الدين السلعي لأنها يتعلق ببيع العينة. وبعد عملية التصكيك في إصدار الصكوك في السوق الأولية، يمكن أن تتداول بها في السوق الثانوية من خلال بيع الدين.

مسألة بيع الدين في عملية تداول صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة في السوق الثانوية في ماليزيا

وقبل أن تناقش الباحثة عن بيع الدين، فينبغي لنا أن نفهم تعريف الدين. وفي الاصطلاح الفقهي فإن الدين هو لزوم حق في الذمة[1] ، وقال القابسي الغزنوي : " الدين عبارة عن مال حكمي يحدث في الذمة ببيع، أو استهلاك وغيره ..."[470] وقد يكون محله مالا كما أنه قد يكون عملا أو عبادة كصوم، وصلاة، وحج وغيرها. ولا خلاف بين الفقهاء في أن الحق الواجب في الذمة إذا لم يكن ماليا، فإنه لا يعتبر مالا، ولا يترتب عليه شيء من أحكامه.

أما إذا كان الدين الشاغل للذمة ماليا، فقد اختلاف الفقهاء في اعتباره مالا حقيقة، وذلك على قولين[471]:

أحدهما للنحفية : وهو أن الدين في الذمة ليس مالا حقيقيا، إذ هو عبارة عن وصف شاغل للذمة، ولا يتصور قبضه حقيقية، ولكن نظرا لصيرورته مالا في المآل سمي مالا مجازا[472] .

والثاني قال الزركشي من الشافعية : الدين : هل هو مال في الحقيقة أو هو حق مطالبة يصير مالا في المآل؟ فيه طريقان حكاهما المتولي، ووجه الأول : أنه يثبت به حكم اليسار حتى تلزمه نفقة الموسرين وكفارتهم ولا تحل له الصدقة. ووجه الثاني : أن المالية من صفات الموجود، وليس ههنا شيء موجود، قال : وإنما استنبط هذا من قول الشافعي : فمن ملك ديونا على الناس، هل تلزمه الزكاة؟ المذهب الوجوب، وفي القديم قول أنها لا تجب وبتفرع عليه فروع. منها : هل يجوز بيع الدين من غير من عليه الدين؟ إن قلنا : إنه مال، جاز. أو حق، فلا، لأن الحقوق لا تقبل النقل إلي الغير.

وفي موضوع بيع الدين، قد أجاز جمهور الفقهاء وأئمة المذاهب الأربعة بيع الدين لمن عليه الدين أو هبته له[473]. ولما بيع الدين لغير المدين[474]، فيوجد اختلاف بين الفقهاء ما يلي :-

القول الأول : جواز هذا البيع

يرى المالكية[475] : يجوز بيع الدين لغير المدين بشروط ثمانية تبعده عن الغرر والربا وأي محظور آخر كبيع الطعام قبل قبضه، وتتلخص هذه الشروط في شرطين[476]:

1) ألا يؤدي البيع إلى محظور شرعي كالربا والغرر ونحوها : فلابد من أن يكون الدين مما يجوز بيعه قبل قبضه، كأن يكون من قرض ونحوه، ويكون الدين المبيع غير طعام، وأن يباع بثمن مقبوض أي معجل لئلا يكون دينا بدين، وأن يكون الثمن من غير جنس الدين المبيع أو من جنسه مع التساوي بينهما حذرا من الوقوع في الربا، وألا يكون الثمن ذهبا إذا كان الدين فضة، حتى لا يؤدي ذلك إلى بيع النقد بالنقد نسيئة من غير مناجزة، وهذه أربعة شروط في شرط. ولذا، في سياق ظهور الدين من البيع بالثمن الآجل أو المرابحة المصكك، فخصائص الصكوك تميزها من النقود، لأنها تعتبر مالا وبذلك هي لم تربطْ بالشروط لأن يكون العوضان من الأصناف الربوية.

2) أن يغلب على الظن الحصول على الدين بأن يكون المدين حاضرا في بلد العقد، ليعلم حاله من عسر أو يسر، وأن يكون المدين مقرا بالدين، حتى لا ينكره بعدئذ، فلا يجوز بيع حق متنازع فيه، وأن يكون أهلا للالتزام بالدين بألا يكون قاصرا ولا محجورا عليه مثلا ليكون الدين مقدور التسليم، وألا يكون بين المشتري وبين المدين عداوة حتى لا يتضرر المشتري أو حتى لا يكون في البيع إعنات للمدين بتمكين خصمه منه. فهذه أربعة شروط أخرى في شرط.

وقال بعض الشافعية أنه يجوز بيع سائر الديون – عدا دين السلم – لغير من عليه الدين، كما يجوز بيعها من المدين. ويجوز بيع الدين المستقر لغير المدين قبل القبض، لأن الظاهر القدرة على التسليم من غير منع ولا جحود[477]. وأما رواية عن الإمام أحمد اختارها وصححها شيخ الإسلام ابن تيمية وتلمذه ابن القيم؛ وهو جواز بيع الدين المؤجل بثمن حال لغير

من عليه الدين، سواء أكان دين سلم أم غيره، إذا لم يفض إلى الربا. وكذلك أجاز بيع الدين للمدين مطلقا[478].

<u>**القول الثاني : عدم الجواز هذا البيع**</u>

لجمهور الفقهاء من الحنفية والحنابلة والظاهرية والشافعية في الأظهر[479]؛ وهو عدم جواز بيع الدين المؤجل بثمن حال لغير من عليه الدين مطلقا، وذلك لانتفاء شرط صحة البيع، وهو القدرة على تسليم المحل. فكان بيعا لمال لا يقدر على تسليمه، فلا ينعقد بيع الدين من غير من عليه الدين؛ لأن الدين غير مقدور التسليم إلا للمدين نفسه في حق البائع؛ لأن الدين إما أن يكون عبارة عن مال حكمي في الذمة، وإما أن يكون عبارة عن فعل تمليك المال وتسليمه، وكل ذلك غير مقدور التسليم في حق البائع. ولو شرط التسليم على المدين لا يصح أيضا؛ لأن البائع شرط التسليم على غيره، فيكون شرطا فاسدا، فيفسد البيع لعدم القدرة على تسليم المبيع.

وقال الحنابلة : لا يصح بيع الدين لغير المدين، كما لا تصح هبة الدين لغير من هو في ذمته؛ لأن الهبة تقتضي وجود معين، وهو منتف هنا[480].

وقد جاء بحث مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة انعقاد مؤتمره السادس عشر بمكة المكرمة في المملكة العربية السعودية ، من 21 ــ 26 شوال 1423هـ، الموافق 5–10 يناير/كانون الثاني 2002 في شأن بيع الدين.وله صور عديدة منها ما هو جائز، ومنها ما هو ممنوع، ويجمع الصور الممنوعة وجود أحد نوعي الربا: ربا الفضل، وربا النساء، في صورة ما، مثل بيع الدين الربوي بجنسه، أو وجود الغرر الذي يفسد البيع، كما إذا ترتب على بيع الدين عدم القدرة على التسليم ونحوه، لنهيه صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ.

ولكن حكم بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل فقد جاء قرره في دورته انعقاد مؤتمر الحادي عشر بالمنامة في دولة البحرين، من 25 – 30 رجب 1419هـ (14–19 نوفمبر 1998م) بأنه لا يجوز نوع هذا البيع سواء أكان من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو غير جنسه لأنه من بيع الكالئ بالكالئ

المنهى عنه شرعا، ولا فرق ذلك بين كون الدين ناشئا عن قرض أو بيع آجل.

القرار الصادر عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق الماليزية بشأن بيع الدين وحججها :

وفي سياق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، فإن بيع الدين هو مبدأ بيع الدين للمدين أو لغيره الذي ينتج من عقود المعاوضة المالية مثل المرابحة، والبيع بالثمن الآجل، والإجارة، والاستصناع وغيرها[481]. وقد طرحت التعليمات على عرض الصكوك الإسلامية الصادرة من الهيئة تعريف بيع الدين بأنه معاملة متوافقة مع أحكام الشريعة التي تتضمن البيع والشراء للصكوك الإسلامية أو شهادات الدين المتوافقة مع الشريعة، فهذه الصكوك أو شهادات الدين ستصدر من قبل المدين (المقترض) إلى الدائن (المقرض) كإثبات المديونية له[482] ويمكن أن تتداول بها في السوق الثانوية (لغير المدين).

فقد جاء قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الثاني بتاريخ 21 أغسطس /آب 1996 بأنه يجوز بيع الدين للمدين نفسه أو لغيره، وهو يعتبر إحدى القواعد لتشكيل وتنظيم الأدوات المالية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وفي اجتماعها قبل هذا(*)قد تأكدت من أن العلة في تحريم بيع الدين لبعض الفقهاء بأسباب معينة منها؛ مخاطر للمشتري عندما لا يقدر البائع على لتسليم المبيع، والغرر، والربا، وعدم التقابض[483].

إن حجة الفقهاء (مذهب الحنفية) في منع بيع الدين لغير المدين صحيحة لأن المشتري يتحمل المخاطر الكبيرة عند عدم القدرة على تسليم المبيع من البائع إذا كان هذا التعامل لا يخضع للرقابة من الجهات المعينة فيه. وفي هذا السياق، يجب أن يحمى البائع مصلحة المشتري لأنه يعتبر الجهة التي تتحمل بها المخاطر من بيع الدين له. لذا، في التجربة الماليزية، تطوير الأدوات المالية لاسيما الصكوك وفقا لمبدأ بيع الدين فإنها تخضع للرقابة من قبل البنك المركزي الماليزي وهيئة الأوراق المالية الماليزية لحماية ومراعاة حقوق المتعاقدين في هذا العقد[484] . ولذا، رأي مذهب

المالكية في جواز بيع الدين لغير المدين بشروط محددة، وقلق مذهب الحنفية عن مخاطر الفشل على تسليم المبيع في هذه المسألة يمكن أن يعالجها بإيجاد الرقابة والإشراف من الجهتين الرئيسيتين بصورة مستمرة.
ومن حجج هذه اللجنة على جواز بيع الدين في توسيع وتعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ما يلي :-

أولا : يجوز بيع الدين بثمن حال لأنه لم يوجد نص على حرمة هذا البيع إلا الحديث المتعلق ببيع الكالئ بالكالئ. عن موسى بن عقبة، عن نافع ، عن ابن عمر رضي الله عنهما : أن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الكالئ بالكالئ[485].

وبناء على هذا الدليل، فقد جاء قرار اللجنة بأن إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا على أساس بيع الدين بثمن حال، وهذا يمتنع عن بيع الكالئ بالكالئ[486].

ثانيا : يعتبر حق الدين حقا شبه العين ويمكن أن يتداول به كما يعتبر حق العين مالا لأنه يتعلق بالمال ويستعاض عنه بمال.
جمهور الفقهاء يعتبرون الديون في الذمم أموالا. وذلك أنهم لا يشترطون في المال، أن يكون عينا مادية يمكن إحرازها وإدخارها. وأما الحنفية؛ فإنهم لا يعتبرون الديون في الذمم أموالا؛ فهي أوصاف شاغلة لها، ولا يتصور قبضها حقيقة، وإنما يقبض ما يعادلها، فإذا وفيت الديون كان المقبوض مالا لصاحبه[487].
وفي إطار التشريعات الماليزية، بأن الدين يعتبر مالا لأنه قد نص في مادة 3 لقانون الأمناء (section 3 Trustees Act) ، ومادة 2 قانون الطوابع (section 2 Stamp Act)، ومادة 2 قانون الوصية لعام 1959 (section 2 Will Act) بأن المال يشتمل على الديون، والأعيان، والمنافع.
ولما في مادة 124 أي قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993 (المعدل في يونيو/حزيران 2002) (Section 124A Securities commission Act 1993 (Amendment on June 2002) ومادة 2

قانون المصارف والمؤسسات المالية لعام 1989 (Section 2 Banking and Financial Institution Act 1989) فقد نصا على اعتبار الحق مالا، والمقصود بالمال سواء كانت المنقول والعقار، حيث يشتمل فيما يتعلق بأية أموال، وحقوق ملكية، وحقوق في التصرف والإدعاء.

وراي الإمام مصطفى الزرقاء بأن حق شبه العين (حق العين وحق شخصي) هو حق غير مالي يتعلق بالمال ولكن لا يجوز الاستعاضة عنه بمال، مثل حق الشفعة، حيث أن حق الشفعة قبل بيع الشريك حق مجرد، وبعد البيع حق ثابت، وهو أيضا حق مجرد، وهو حق ضعيف لا يصح الاستضاعة عنه بمال. إلا أن الشفعة حق يتعلق بالعقار، وهو مال بالإجماع[488].

وبالإشارة إلى النصوص في القوانين المذكورة ورأي الزرقاء عن الحقوق، فإن حق الدين يمكن أن يكون عبارة عن المال لأنه يعتبر حق شبه العين، ويمكن أن يتداول به في السوق الثانوية للحصول على السيولة النقدية فورا.

ومن خلال تحليل الأصول (الأموال) المختلفة القابلة للتداول في عقد البيع لغرض التمويل في ماليزيا،فإن الأصول يمكن أن تصنّف عادة إلى الأنواع التالية[489]:-

1) الأصول الحقيقية المتاحة (تنطوي على الأموال الحقيقية؛ مثل المباني والعقارات، والأموال المنقولة؛ مثل السيارات، والأجهزة والمكائن).
2) الأصول الحقيقية المستقبلية (المصنوع من عقد الاستصناع مثلا)
3) الأصول المالية (الأموال الحكمية أو المعنوية) مثل الأسهم، والحقوق المعنوية، والذمم المالية (الديون) (financial receivables).
4) منح الحكومة (Government Awards) [490]

وإن القرار الصادر عن اللجنة الاستشارية الشرعية قد استند إلى آراء بعض الفقهاء القائلة بجواز بيع الدين بشروط معينة كما جوازه من رأي

مذهب المالكية. وفي سياق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، تتضبط هذه الشروط عندما يوجد نظام الرقابة المنتظمة لضمان المصلحة العامة وحماية حقوق المتعاملين[491]. وإن معظم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا في الوقت الحاضر على أساس بيع الدين المؤجل لغير المدين بثمن حال وليس بثمن مؤجل. ولكن إصدار هذه الصكوك في ماليزيا تتعلق ببيع العينة قبل عملية التصكيك. ولذا في رأي الباحثة بأن خطوات إصدار هذه الصكوك في ماليزيا غير متوافقة مع أحكام الشريعة الحقيقية. فهي غير جائزة للتداول في السوق الثانوية.

وقد اتفق الفقهاء على بيع الدين بثمن حال بقيمته الاسمية جائز شرعا، ولكن تطبيق بيع الدين في ماليزيا مدعوم من بيع العينة، وهو غير جائز عن بعض الفقهاء. وبذلك، بالنسبة لآراء العلماء المعاصرين لاسيما في الشرق الأوسط فيكون بيع الدين في إصدار الصكوك في ماليزيا غير جائزة شرعا، بالرغم من أن هذه الصكوك تباع بقيمتها الاسمية[492]. وهذه المسألة يمكن أن يعالجها بوجود البديل من بيع العينة في خلق الدين، حيث إذا كان الدين الثابت في الذمة – المؤجل الوفاء – سلعيا، بأن كان مبيعا موصوفا في الذمة، منضبطا بموصوفات محددة، طبقا لمقاييس دقيقة معروفة، فيجري هذا الدين من خلال عملية تصكيك الدين السلعي، ولذا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بثمن معجل إذا خلا من الربا.

وفي التجربة الماليزية أن معظم حملة الصكوك (في السوق الأولية) بحاجة إلى السيولة النقدية فورا، وبالتالي يجوز تسييلها قبل موعد استحقاقها ولهم حق بيع الصكوك المتوافرة فيهم إلى الطرف الثالث (بيع الدين لغير المدين) في السوق الثانوية بثمن أقل من قيمتهاالاسمية في الغالب.ويجوز أيضا بيع هذا الدين نقدا في قيمته الاسمية أو لكثر منها[493]. وهذا لأن اللجنة الاستشارية الشرعية تعتبر الدين مالا في شكل الأصول وليس في شكل النقود. ولأن هذا الدين يستند إلى الأصول (الموجودات الأصيلة). لذا هذا البيع يجوز في قيمته الاسمية أو أقل أو لكثر حسب العرض والطلب في السوق. ولكن في رأي الباحثة حسب التجربة الماليزية، لا يجوز بيع الدين للطرف الثالث في قيمته لقل أو لكثر لأن

خلق الدين من خلال بيع العينة ويرتبط بعملية تصكيك الدين النقدي في معاملاته.

وفي هذه الحالة، قد جاء قرار من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية بجواز بيع الدين بسعر الحسم (Discount) لغير المدين (الطرف الثالث)، للأسباب التالية[494] :

1) اعتبار الدين وحقه مالا – لذا يمكن أن يتداول بأي سعر كان المتفق عليه بين الأطراف المتعاقدة سواء كانت للمدين نفسه أم لغيره، وأن يكون الدين المصكك عبارة عن حق مالي العين مثل الأسهم، وحقوق النشر وبراءة الاختراع.

2) قاعدة ضع وتعجل – وتتضمن هذه القاعدة تنازل عن جزء من الدين المؤجل، ودفع الجزء الباقي في الحال[495] بطلب الدائن أو المدين. وناقشت اللجنة الاستشارية الشرعية عن هذه القاعدة في اجتماعاتها الدورية، فقد وافقت اللجنة على تطبيق ضع وتعجل لتطوير الأدوات المالية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في اجتماعها العاشر الذي انعقد في 16-17 أكتوبر/تشرين الأول 1997م[496]. ولذلك، قررت اللجنة باعتبار هذه القاعدة يمكن أن تطبق على الطرف الثالث أيضا أي كما يجوز بيع الدين لغير المدين. وهذا لأن تداول الصكوك في السوق الثانوية عادة خاضع لقاعدة ضع وتعجل حيث أن حامل الصكوك في السوق الأولية يبيع صكوكه في السوق الثانوية بثمن حال أقل من قيمتها الاسمية للحصول على السيولة النقدية فورا[497]. ومن الجدير بالذكر أن نتيجة دراسة قسم سوق رأس المال الإسلامي لهيئة الأوراق المالية الماليزية (Islamic Capital Market Department in Securities Commission) بالتعاون مع اللجنة الاستشارية الشرعية، فقد خلصت أن قاعدة ضع وتعجل جائزة، ويمكن أن تطبق في هذا السوق، وهي عكس الربا.

وإن اللجنة الاستشارية الشرعية في ماليزيا فتعتبر الدين مالا في شكل الأصول وليس في شكل النقود. وبذلك، أن حق الدين يمكن أن يتداول

بثمن حال أقل من قيمتها الاسمية في السوق الثانوية على قاعدة ضع وتعجل على الطرف الثالث أيضا[498].

وقد جاء قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي رقم:64 (7/2) بشأن البيع بالتقسيطالمنعقد في دورة مؤتمره السابعبجدة في المملكة العربية السعودية من 7–12 ذي القعدة 1412هـ الموافق 9 – 14 أيار (مايو) 1992م في الحطيطة في الدين المؤجل،لأجل تعجيله،سواء أكانت بطلب الدائن أو المدين (ضع وتعجل) جائزة شرعاً،لا تدخل في الربا المحرم إذا لم تكن بناء على اتفاق مسبق،وما دامت العلاقة بين الدائن والمدين ثنائية.فإذا دخل بينهما طرف ثالث لم تجز،لأنها تأخذ عندئذٍ حكم حسم الأوراق التجارية[*]. وهم يعتبرون الدين نقودا، وذلك لسريان أحكام الصرف عليه شرعا وليس أحكام البيوع. ولذا، هذا القرار يعتبر تطبيق ضع وتعجل في تطوير الأدوات المالية الإسلامية على أساس بيع الدين لغير المدين كما التجربة الماليزية غير صحيح شرعا بالرغم من أن الدين مستند إلى الموجودات الأصيلة(Underlying assets)عن طريق عقود المعاوضات. وهذا لأن ضع وتعجل يطبق لغير المدين في السوق الثانوية.

ورأي القول الثاني عدم الجواز بيع الدين المؤجل لغير المدين بثمن حال لأنه يتعلق بمسألة غرر عدم القدرة على تسليم المحل، والربا وذرائعه، ولكن هذه المسألة يمكنها الحل بشرط أن يكون بيع سائر الديون الأخرى – عدا دين السلم – لغير مدين بثمن حال. وعلى ذلك : فيجوز بيع العرض الموصوف في الذمة المؤجل منه بنقد معجل، لعدم وجود ما يمنع من ذلك شرعا.

أما في مسألة ضع وتعجل، فإن التجربة الماليزية في بيع حق الدين المكتوب في الشهادات الصادرة عن الجهة المصدرة للطرف الثالث فهو بالقيمة الحالية أقل من قيمتها الاسمية المؤجلة. فإن المعاملة محرمة شرعا لأنه لا يجوز ضع وتعجل لغير المدين. أما ضع وتعجل الذي يتعلق بطلب المدين أو الدائن فقط فهو جائز شرعا.

المراجع

1- د. فياض عبد المنعم، الصكوك الإسلامية، الفجر للاستشارات الإدارية والاقتصادية، الكويت، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني، أبريل 2005.
2- د. منير هندى،الفكرالحديث فى إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية،1999.
3- المجلس العام للمؤسسات والبنوك المالية الإسلامية، دليل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية 2002، البحرين.
4- د. محمد سراج، النظام المصرفى الإسلامى، دار الثقافة، القاهرة، 1989.
5- د.عبد السلام العبادى،سندات المقارضة،بدون.
6- د. معبد الجارحى، نحو نظام نقدى ومالى إسلامى الهيكل والتطبيق، مطبوعات الاتحاد الدولى للبنوك الإسلامية، القاهرة.
7- د. منذر قحف، سندات القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقتها فى تمويل التنمية فى البلاد الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامى، جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 1 ، سنة 1409هـ.
8- صادق راشد الشمرى، خدمات وحدات الثقة وإمكانية إدخالها إلى المصارف العراقية، مجلة إتحاد المصارف العربية، يناير 2005.
9- محمد الطاهر بن عاشور، مقاصد الشريعة الإسلامية، الشركة التونسية للتوزيع،وما بعدها.
10- الكاسانى، بدائع الصنائع، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة.
11- زامر إقبال، النظم المالية الإسلامية، مجلة التمويل والتنمية، البنك الدولى، يونية 1997.
12- مصطفى الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته فى الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، المعهد الإسلامى للبحوث والتدريب، البنك الإسلامى للتنمية.
13- د. شوقى دنيا، الأدوات المالية المستخدمة فى تمويل المشروعات، ندوة الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامى للتنمية، 2000م.
14- ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، مكتبة الكليات الأزهرية،

.1986
15- يوسف كمال، فقة الاقتصاد النقدى، دار القلم، ط 2002.
16- د.خالد محمد بودى، إدارة الأصول والخصوم فى المصارف الإسلامية، المؤتمر المصرفى الإسلامى الأول، شركة الفجر للاستشارات، الكويت،2003.
17- مالكوم نايت، الدول النامية والتى تمر بمرحلة انتقال تواجه العولمة المالية، مجلة التمويل والتنمية،صندوق النقد الدولى، يونية .1999
18- محمد عارف، السياسة النقدية فى اقتصاد إسلامى لا ربوى، مجلة البنوك الإسلامية ، العدد 8 ، 1979.
19- Peter, S Rose, capital market, Irwin, 2005...
20- هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار هيئة المحاسبة والمراجع لصكوك الاستثمار، 1/1/5 والمواد الأخرى.
21- التقرير السنوي للبنك الإسلامي للتنمية 1426هـ.
22- البنك الإسلامي للتنمية، التقرير السنوي 1425هـ.
23- البنك الإسلامي للتنمية، التقرير السنوي 1424هـ.
24- البنك الإسلامي للتنمية، التقرير السنوي، 1424هـ.
25- د.أسامة الفولى، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، المسلم المعاصر، العدد 88، 1998م.
(1) الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية،د.عبد الستار أبوغدة،فتوى،107،ص 96،مرجع سابق .
(2) ندوة البركة الثامنة للاقتصاد الإسلامي ،الفتوى رقم 8/11،ص 194،جدة 1413/ 1993
(3) قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة،قرار رقم 30 (4/5) البند 8،مرجع سابق

---

1. د. فياض عبد المنعم، الصكوك الإسلامية، الفجر للاستشارات الإدارية والاقتصادية، الكويت، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني، أبريل 2005، ص2.
2. د. منير هندى،الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف،

الإسكندرية،1999..

3. المجلس العام للمؤسسات والبنوك المالية الإسلامية، دليل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية 2002، البحرين
4. انظر المعجم العربي الأساسي ـ لاروس ـ 1302
5. قاموس مصطلحات المصارف والمال والاستثمار إصدار الأكاديمية العربية للعلوم المالية والعربية 1997م.
6. د/ نزيه حماد، بيع الدين، أحكامه وتطبيقاته المعاصرة، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي الدورة الحادية عشرة.
7. لسان العرب لابن منظور.
8. لسان العرب، مادة (صك).
9. زياد، الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الشركات المساهمة، بحث مقدم في مؤتمر عالمي عن الاجتهاد والإفتاء في القرن الحادي والعشرين: تحديات وآفاق، كوالالمبور، 2008 م.
10. Suleiman Abdi، Dualeh، Islamic Securitization: Practical Aspects، Unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banling، Geneva، 1998.
11. قحف، منذر، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، (جدة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2000 م، ص 34.
12. مجلة المجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامسة عشر، الجزء الثاني، 1425هـ/2004 م، ص 309.
13. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، 2007، البند 2 من المعيار الشرعي رقم 17.
14. بدوي، عبد المطلب، التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية، بحث مقدم في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات المنعقد في دبي،

سنة 2007 م.

15. جريدة الاقتصادية عدد 12 نوفمبر 2008، نقلاً عن وكالة رويترز للأنباء.

16. يُنْظَر المذكرة الإيضاحية لقانون البنك الإسلامي الأردني

17. د. مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة، ص241-244. د. سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، نشر شركة لادس، www.tashreaat.com.

18. نشرة تعريفية صادرة عن البورصة المصرية بعنوان: نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول" فقرة: لماذا يلجأ المصدر والمستثمر إلى التوريق.

19. شلبي، ماجدة أحمد إسماعيل، تطوير أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، بحث مقدم في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات المنعقد في دبي، سنة 2007 م.

20. نقاشي، محمد إبراهيم، عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية، بحث مقدم في المؤتمر العالمي عن مقاصد الشريعة الإسلامية وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة، كوالالمبور، 2006 م.

21. شلبي، ماجدة أحمد إسماعيل، تطوير أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق.

22. كما حدث في مملكة البحرين.

23. Adam، Nathif J. and Abdulkader Thomas، Islamic Bonds: Your Guide to Issuing، Structuring and Investing in Sukuk (London: Euromoney Books)، 2004، p. 56

24. نقاشي، محمد إبراهيم، عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية.

25. Iqbal، Zamir and Mirakhor، Abbas، An

Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice، (Singapore: John Wiley & Sons، 2007، p. 178-180.

26. المادة 41 مكرر 1 من قانون سوق المال المصري.

27. المواد 352–358 من القانون المدني المصري، وتختلف هذه الطريقة عن طريقة حوالة الحق في أمرين: أولهما أن المدين ليس طرفا في اتفاق حوالة الحق، ويُكتفى بإعلانه بالحوالة فقط حتى لا يستمر في السداد للدائن الأصلي، بينما هو طرف أصلي في اتفاقية أو عقد التجديد، وثانيهما: أن التأمينات (العينية والشخصية) المقدَّمة من المدين للدائن الأصلي تنتقل لشركة التوريق بعقد الحوالة، أما في التجديد فلا تنتقل إلا باتفاق على ذلك.

ويتعرض البنك المشارك لخطر ائتماني مزدوج يتمثل في الآتي: لو أفلست المؤسسة البادئة للتوريق وكانت لديها متحصلات من المدينين لم يسلمها بعد للبنك المشارك فإن هذه المتحصلات تدخل في الضمان العام لكل الدائنين دون تخصيصها للبنك المشارك. لو تعرض المدين لإعسار أو إفلاس فإن البنك المشارك يتأثر بذلك لربط استلام مستحقاته بالتحصيل منهم.

28. حسب نص القوانين عليها مثل قانون سوق المال المصري رقم 95 لسنة 1992، والقانون الفرنسي بشأن الأوراق المالية رقم 706 لسنة 2003.

29. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، 2007، البند 5 من المعيار الشرعي رقم 1

30. Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council، Kuala Lumpur، 2nd ed.، 2006، p. 16.

31. Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council، Kuala Lumpur، 2nd ed.، 2006، p. 19.

32. د. حسين فتحي عثمان، ص 20.

33. هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، ص 313.

34. استفيدت الضوابط من قرار مجمع الفقه الإسلامي، رقم (5) د88/8/4.

35. هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، ص.316. وانظر أيضا: الشريف، محمد عبد الغفار؛ الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، بحث مقدم إلى ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، 2002، المنامة – مملكة البحرين، ص. 7

36. يُنظَر: بدائع الصنائع 215/5، المغني لابن قدامه 41/4، الموسوعة الفقهية 350/26، 354، 355.

37. يُنظَر: حاشية ابن عابدين 166/4، المبدع 199/4.

38. يُنظَر: المجموع 265/9.

39. يُنظَر: الشرح الصغير للدردير 42/4، المغني 148/5، 183، 118/6.

40. من الصك ظهرت كلمة (check)باللغة الانجليزية، وكلمة (cheque) باللغة الفرنسية، وأشباهها في اللغات الأخرى.

41. الجارحي، معبد علي، "قضايا اقتصادية في الصكوك"، ص 2، بحث غير منشور.

42. الجارحي، معبد علي، "قضايا اقتصادية في الصكوك"، ص 2، بحث غير منشور.

43. الدسوقي، حاشية الدسوقي، (القاهرة، دار إحياء الكتب العربية، طبعة عيسى البابي الحلبي)، ج4، ص44؛ ابنقدامة،المغني، (بيروت: دار الفكر، ط 1، 1404هـ)، ج5، ص375؛ الخطيب الشربيني، مغني المحتاج، (بيروت: دار الفكر)، ج2، ص13؛الكساني، علاء الدين أبو بكر بن مسعود، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، (بيروت: دار الكتاب العربي، ط 2، 1982م)، ج4، ص 187.

44. المادة رقم 215 من مجلة الأحكام العدلية.

45. ابن قدامة، المغني، ج5، ص178.

46. المادة 215 من مجلة الأحكام العدلية.

47. يظن بعض الدارسين خطأً أن الخلاف واقع عند فقهاء المذاهب في مسائل بيع

الدين على النحو الذي يوقع بالربا ، وهذا وهم، فبيع الدين الذي يترتب عنه الوقوع في ربا الفضل أو النسئية ممنوع باتفاق الفقهاء، فلا يصح نسبة ذلك إلى بعض أقوال للشافعية في ذلك. وسبب هذا الخلط هو عدم إدراك أن الخلاف قد وقع عند بعض الفقهاء في قضية اغتفار الغرر المصاحب لبيع الدين عند سلامة هذا البيع أصلاً عن الربا بنوعية الفضل والنسيئة، لا أن الخلاف قد وقع في قضية اغتفار الربا. انظر تفصيل المسألة في بحث "بيع الدين وتطبيقاته المعاصرة في المصارف الإسلامية"، عبد العظيم أبوزيد، مجلة "الإسلام في آسيا"، المجلد 5، العدد 2، 2008.

48. انظر ابن عابدين، محمد أمين بن عمر عبد العزيز، رد المحتار على الدر المختار، (بيروت: دار إحياء التراث العربي، ط2، 1407هـ/1987م)، ج4، ص160؛ الحطاب، شمس الدين أبو عبد الله محمد بن محمد بن عبد الرحمن الطرابلسي المغربي، مواهب الجليل في شرح مختصر الشيخ خليل (بيروت: دار الفكر، ط2، 1987)، ج4، ص368؛ الدسوقي، حاشية الدسوقي، ج3، ص63؛ الخطيب الشربيني، مغني المحتاج، ج2، ص71؛ البهوتي، منصور بن يونس بن إدريس، كشاف القناع عن متن الإقناع (بيروت: دار الفكر، بدون ذكر سنة الطبع)، ج3، ص307؛ ابن حزم، المحلى، (بيروت، دار الآفاق الجديدة) ج9، ص6.

49. الدين غير المستقر هو كالصداق قبل الدخول أو دين الكتابة، فإنهما دينان على خطر عدم الثبوت في الذمة، فقد تقع الفرقة في المثال الأول فلا يثبت من الصداق إلا نصفه؛ وقد يعجز المدين عن أداء دين الكتابة، فلا يكون دينٌ.

50. البهوتي، كشاف القناع، ج3، ص 307؛ الشربيني،مغنيالمحتاج، ج2، ص71.

51. ابن عابدين، رد المحتار على الدر المختار، ج4، ص160.

52. الحطاب، مواهب الجليل، ج3، ص368؛ الدسوقي، حاشية الدسوقي، ج3، ص63.

53. انظر قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، القرار رقم 30، فقرة (5/4) في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 18-23 جمادى الآخر 1408هـ الموافق6-11 شباط

(فبراير)1988م. وانظر فتوى المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة بالبحرينبخصوص الصكوك، وهي التي تحيل في قضية تداول الصكوك إلى المعيار الشرعي الصادر عن الهيئة برقم (21) بشأن الأوراق المالية، فقرة(19/3) وفيها النص على ما ذكر إعلاه من تحديد النسبة بثلاثين بالمئة؛ وانظر مسودة المعيار الشرعي لسوق دبي المالي.

54. النووي، روضة الطالبين، (بيروت: دار الكتب العلمية، 1992)، ج3، ص48؛ المواّق، التاج والإكليل، (مطبوع بهامش مواهب الجليل، بيروت، دار الفكر ط1978/2م)، ج4، ص302؛البهوتي، كشاف القناع، ج3، ص 260، ابن قدامة، المغني، ج4، ص168.

55. أخرجه: مسلم في صحيحه، ج3، ص1213، كتاب المساقاة 22، باب بيع القلادة فيها خرز وذهب 17، رقم 1591. واللفظ له؛ وأبو داود في سننه، ج3، ص249، كتاب البيوع، باب في حلية السيف تباع بالدراهم 13، رقم 3351 بلفظ (أتي رسول الله صلى الله عليه وسلم بقلادة فيها خرز مغلفة بذهب، فابتاعها رجل بسبعة دنانير أو بتسعة دنانير، فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: لا حتى تميز بينهما. فقال الرجل: إنما أردت الحجارة. فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: لا رُدَ حتى تميز بينهما)؛ والدار قطني في سننه، ج3، ص3، كتاب البيوع 13، رقم 2770، 2771؛ والبيهقي في سننه، ج5، ص293، كتاب البيوع 21، باب لا يباع ذهب بذهب مع أحد الذهبين شيء غير الذهب 29،رقم 10322؛ وابن أبي شيبة في المصنف، ج6، ص53، كتاب البيوع والأقضية ، باب في السيف المحلى والمنطقة المحلاة والمصحف 23، رقم 226.

56. بن عابدين، رد المحتار على الدر المختار، ج4، ص237 ؛ ابن الهمام، كمال الدين محمد بن عبد الواحد، فتح القدير للعاجز الفقير، (بيروت: دار إحياء التراث العربي، بدون ذكر سنة الطبع)، ج6، ص271؛ ابن قدامة، المغني، ج4، ص170.

57. انظر ابن عابدين، رد المحتار على الدر المختار، ج4، ص239؛ ابن الهمام، فتح

القدير، ج6، ص271.

58. قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره التاسع بأبي ظبي بدولة الإمارات العربية المتحدة من 1- 6 ذي القعدة 1415هـ الموافق 1- 6 نيسان (أبريل) 1995م.

59. ابن عابدين، رد المحتار على الدر المختار، ج4، ص239؛ ابن الهمام، فتح القدير، ج6، ص271.

60. الحديث أخرجه البخاري، الجامع الصحيح، (دمشق: دار العلوم، بدون ذكر سنة الطبع)، كتاب الوصية،باب أن يترك ورثته أغنياء خير من أن يتكففوا الناس، رقم 2591، ج 3، ص1006؛ مسلم، مسلم بن الحجاج القشيري، الصحيح، (بيروت: دار إحياء التراث العربي، بدون ذكر سنة الطبع)، كتاب الوصية، باب الوصية بالثلث، رقم 1625، ج3، ص1250.

61. ومنها مسألة اختلاط الحرام بالحلال، وهي مسألة ينبغي تناولها في بحث مستقل.

62. العسقلاني، ابن حجر، فتح الباري، (بيروت: دار المعرفة ، 1379هـ)، ج5، ص365.

63. العسقلاني، ابن حجر، فتح الباري، ج5، ص365.

64. الدسوقي، حاشية الدسوقي، ج3، ص40.

65. الدسوقي، حاشية الدسوقي، ج3، ص47؛ الحطاب، مواهب الجليل، ج4، ص346؛ الشرقاوي، حاشية الشرقاوي على تحفة الطلاب للشيخ زكريا الأنصاري، (بيروت: دار الكتب العلمية، 1418هـ/1997م)، ص78؛ البحيرمي،حاشية البحيرمي، (بيروت، دار المعرفة ، 1398هـ/1978م)، ج3، ص16؛ الخطيب الشربيني، مغني المحتاج، ج2، ص22.

66. ابن الهمام، فتح القدير، ج6، ص275.

67. إلى هذا ذهبت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة بالبحرين كما في التوصيات الصادرة عن المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة المتعلقة بالصكوك.

68. ابن تيمية، تقي الدين أحمد بن عبد الحليم "شيخ الإسلام"، الفتاوى، تحقيق عبد

الرحمن العاصمي، (الرياض: مكتبة ابن تيمية، بدون ذكر سنة الطبع)، ج29، باب السلم.

69. ابن قيم الجوزية، إعلام الموقعين، (بيروت: دار الجيل)، ج4، ص 3.

70. ابن رشد (الحفيد)، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، (بيروت: دار الفكر)ج2، ص108.

71. ابن رشد، بداية المجتهد، ج2، ص 155.

72. ابن جزيّ، القوانين الفقهية، (بيروت: دار الكتب العلمية)، ج1، ص178.

73. انظر في قضية المسؤولية عن التغرير علي حيدر،درر الحكام شرح مجلة الاحكام، (بيروت: دار الكتب العلمية)، ج1، ص312.

74. الحديث رواه أحمد عن سمرة بن جندب مرفوعاً، مسند أحمد بن حنبل، حديث رقم (20086)، ج33، ص277؛ ورواه أبو داود والترمذي بلفظ "...حتى تؤدي": سنن أبي داود، باب في تضمين العارية، حديث رقم (3536)، ج3، ص321؛ وسنن الترمذي، باب أن العارية مؤداة، حديث رقم (1266)، ج3، ص566.

75. قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره الرابعبجدة في المملكة العربية السعودية من 18-23 جمادى الآخر 1408هـ الموافق6-11 شباط (فبراير)1988م.

76. الإجارة المنتهية بالتمليك هي من أساليب التمويل الإسلامي، حيث يستأجر المتعامل أصلاً ما لمدة متفق عليها، ويقوم المالك المؤجر بنقل ملكية هذا الأصل إلى المستأجر بمبته إليه أو بسعره بسعر رمزي إذا ما التزم المتسأجر بالتزاماته المالية تجاه المالك.

77. فتوى المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة بالبحرين، المتعلقة بالصكوك والملحقة بمعيار الصكوك.

78. الفتوى السابقة للمجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة بالبحرين، المتعلقة بالصكوك والملحقة بمعيار الصكوك.

79. قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره الرابعبجدة في المملكة العربية السعودية من 18-23 جمادى الآخر 1408هـ الموافق6-11 شباط (فبراير)1988م.

80.قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الثانية عشرة بالرياض في المملكة العربية السعودية ، من 25 جمادى الآخرة 1421 هـ إلى غرة رجب 1421 هـ (23-28 سبتمبر 2000م).

81. ابن عابدين، **رد المحتار على الدر المختار**، ج4، ص279؛ الكاساني، بدائع الصنائع، ج5، ص198-199؛ الزيلعي،**تبيين الحقائق**، (بيروت: دار المعرفة، ط2)، ج4، ص163؛ الحطاب، **مواهب الجليل**، ج4، ص404؛ الدردير، الشرح الكبير، (مطبوع مع حاشية الدسوقي، القاهرة، دار إحياء الكتب العربية، طبعة عيسى البابي الحلبي)، ج3، ص89، الدسوقي، **حاشيةالدسوقي**، ج3، ص78؛ البهوتي، **كشاف القناع**، ج3، ص186؛ ابن قيم الجوزية، **تهذيب السنن**، ج9، ص 253-254؛ ابن قدامة، **المغني**، ج4، ص278-279.

82. مثل الشافعية في تصحيح العقود أخذاً بظاهرها وعدم اعتبار مقاصدها الحنفية، وإبطال الحنفية لبيع العينة عند عدم توسط ثالث لا يناقض مبدأهم هذا، فهم إنما استثنوا من مبدئهم هذا تلك الصورة من بيع العينة التي يكون فيها البائع أولاً هو المشتري ثانياً، فحكموا عليها بالفساد لورود النص في ذلك، أي استدلالاً بحديث السيدة عائشة مع زيد بن أرقم رضي الله تعالى عنهما، حيث فيه أن البائع أولاً هو المشتري ثانياً، وقالوا بأن مثل هذا الوعيد الصادر عن عائشة في منع هذا البيع لا يوقف عليه بالرأي. وقد اعتبروا الحكم في هذه الحالة معدولاً به عن القياس، فأبقوا ما وراءه على أصل القياس من تصحيح العقود اعتباراً بظاهرها، وفسّروا حالة المنع بأن الثمن الثاني يصير قصاصاً بالثمن الأول، فيبقى عن الثمن الأول زيادة لا يقابلها عوض في عقد المعاوضة، وهو عين الربا . انظر بدائع الصنائع، الكاساني، (دار الكتاب العربي، بيروت، ط 2، 1982م) ج5، ص198-199.

83. الإزكان : التفرّس والظن . انظر لسان العرب، ابن منظور، مادة: زكن.

84. الإمام الشافعي، **الأم**، (بيروت: دار المعرفة، ط 2، 1393هـ)، ج4، ص114. باب لا وصيّة لوارث. وقد أورد الإمام الشافعي أدلة كثيرة لمذهبه هذا ذكرها في هذا الموضع .

85. الغزالي، **المستصفى**، (بيروت: دارالأرقم)، ج2، ص36.

86. بيع الوفاء هو أن يبيع الإنسان شيئاً بشرط أنه متى أعاد الثمن رده المشتري إليه، وهو بيع قد يتخذ لأجل التحايل على الربا، فيُمنح المشتري دافع المال حق استيفاء منفعة العين المبيعة أو إجارتها مقابل ما دفع من مال إلى البائع، ثم يستوفي أصل المال بإعادة شراء البائع ما باعه بنفس الثمن. وقدنصعليهبعضمتأخريالحنفيةوالفتوى عندهمعلىفساده. انظر ابن عابدين، **رد المحتار على الدر المختار**، ج4، ص248.

87. جمعية **مجلة الأحكام العدلية** ، المادة 119، ص31.

88. انظر ابن عابدين، **رد المحتار على الدر المختار**، ج4، ص248؛ ابن تيمية، **مجموع الفتاوى**، ج29، ص333-335.

89. ابن تيمية، **مجموع الفتاوى**، الجزء 29، باب السلم؛ ابن قيم الجوزية، إعلام الموقعين، ج3، ص340.

90. ابن جزيّ، القوانين الفقهية، ج1، ص178.

92. لسان العرب،لابن منظور، جمال الدين محمد بن مكرم،4/ 104، دار صادر، بيروت،1385 / 1955 ؛ جواهر القاموس محمد بن عبد الرزاق الزبيدي ،78/3 ، المطبعة الخيرية،مصر، 1306 هـ، مختار الصحاح،فخر الدين الرازي ،ص 86،دار الفكر، بيروت ،1981 ؛ المعجم الوسيط،إبراهيم مصطفي ومجموعة،مادة ثمر ،100/1، دارالأمواج،ط2، بيروت،1990/1410 ،بصائر ذوي التمييز، محمد بن يعقوب الفيروز آبادي، 339/2، مطبعة المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية ، القاهرة ، 1383هـ الكشاف، محمود بن عمر الزمخشري،500/1، دار ابن خزيمة ، الرياض، 1994/1414،معجم

المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء،د. نزيه حماد ،49/1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية 1993م .

93. بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع ،للكاساني،علاء الدين بن مسعود،88/6، دار الكتاب العربي، بيروت،1982/1402 .

94. الشرح الصغير على أقرب المسالك إلى مذهب مالك، محمد بن أحمد الدردير،227/2، دار المعارف،القاهرة،1986/1406.

95. وأما الفقيه الشافعي الإمام الشيرازي فقد استخدم في كتابه المهذب لفظ النماء،فقال : "الأثمان في المقارضة لا يتوصل إلى (نمائها) إلا بالعمل، فجازت المعاملة عليها ببعض النماء الخارج منها " (1) ، وعقد القرطبي في تفسيره الجامع لأحكام القرآن فصلاً عن "حفظ الأموال وتنميتها"(2)

96. المهذب في الفقه الشافعي،الشيرازي،إبراهيم بن علي،159/1، مطبعة البابي الحلبي،القاهرة ،1959/1379 .

97. الجامع لأحكام القرآن، محمد بن أحمد القرطبي،417/4،دار إحياء التراث العربي،بيروت، 1385 / 1965 .

98. الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية،د. سيد الهواري،192/5،الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية،القاهرة،1983/1403.

99. الأصول الرأسمالية عند الاقتصاديين هي: أصول ملموسة يتم الاحتفاظ بها كالمباني والمركبات والمعدات المعمرة ،أوأدوات لإنتاج السلع أو تقديم الخدمات، ومدة استخدامها أكثر من سنة مالية،وتبلغ قيمة كل منها خمسة آلاف دولار فأكثر .

100. انظر المعايير المحاسبية الدولية ،12/ 7515، docInternational Accounting Standards (IASs).

101. المال وطرق استثماره في الإسلام،شوقي عبده الساهي،183،مطبعة الجيش،القاهرة،1414/ 1984 .

102. الاستثمار المباشر : تقوم به المؤسسة بنفسها،أو الفرد بنفسه .

103. الاستثمار غير المباشر : هو القيام بنشاطات لصالح المؤسسة أو الفرد بواسطة

شركات أو جهات أخرى وفق اتفاقيات مبرمة.

104. الاستثمار،أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، د. قطب سانو،ص20،دار النفائس، عمان،الأردن،2000/1420.

105. توظيف الأموال مصطلح عند الاقتصاديين يعني "استخدام الأموال في عمليات الاستثمار " معجم الأعمال والاقتصاد الإنجليزي،ص 479، ترجمة دار العلم للملايين،بيروت ،1970.

106. معجم الأعمال والاقتصاد الإنجليزي،ص 480 وما بعده المرجع نفسه

107. منهج الادخار والاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، د. رفعت السيد العوضي، ص 66، 67، الاتحاد الدولي للبنوك، القاهرة، 1400/ 1980،عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، د. أحمد محيي الدين، ص 18- 19، مطبوعات بنك البركة الإسلامي، البحرين، 1987/1407.

108. الادخار والاستثمار، تأليف بيار وماري براديل ص10، ترجمة نهاد رضا،مطبعة الأنوار، بيروت،1386/ 1966.

109. الجامع لأحكام القرآن،للقرطبي، محمد بن أحمد تفسير آيتي المداينة،سورة البقرة،282-283،ج3، ص417.

110. التضخم (inflation): لايوجد اتفاق بين الاقتصاديين على تعريف التضخم، وإنما اتفقوا على أن من آثاره الزيادة في أسعار السلع والخدمات وتضاؤل القيمة الشرائية للنقود، وأن من أسباب حدوثه زيادة الطلب على معدلات الإنتاج ، ورفع الرواتب ، وارتفاع التكلفة التشغيلية،والمواسم الزراعية السيئة أوالكوارث أو الحصار الاقتصادي وأبرز أسبابه النظام الربوي القائم على التوسع في الإقراض الربوي وبيع الديون وهو ما يسمى عند الاقتصاديين بخلق النقود عن طريق بيع الأوراق المالية (السندات) وخصم الأوراق التجارية،وإجراء عمليات التداول فيها في الأسواق المالية،والتسهيلات المصرفية،ولذلك شددت الشريعة الإسلامية في تحريمه،انظر بحث المصادر الداخلية والخارجية للتضخم،مجلة الاقتصاد والإدارة،جامعة الملك عبد العزيز،الرياض 1999/1419.

111. الاحتكار : هو إمساك السلع في وقت الغلاء ليرفع المحتكر سعرها بشكل فاحش عند اشتداد حاجة المجتمع إليه، وللفقهاء آراء في المواد الاحتكارية فمنهم من قصرها على أقوات الناس،ومنهم من قال بأنها تشتمل على سائر السلع التي يلحق الناس بحبسها الضرر انظر : ابن عابدين،282/5، الدسوقي ، 70/4 ، مغني المحتاج ، 361/2 ، القليوبي ، 90/3 ، المغني ، 262/5 .

112. أما الاحتكار عند الاقتصاديين: هو السيطرة الكاملة على عرض سلعة ، أو خدمة ما في سوق معلومة للتحكم بسعرها .

113. صحيح الإمام مسلم، 1605، سنن الترمذي ،1267، سنن أبي داود 3447،سنن ابن ماجة،2154، السنن الكبرى للبيهقي 11328، سنن الدارمي، 2448، المستدرك على الصحيحين للحاكم ،2164،المصنف،لعبد الرزاق ،14893.

114. مسند الإمام أحمد،19802، المستدرك على الصحيحين للحاكم ،9176، السنن الكبرى للبيهقي ،11327، المصنف لعبد الرزاق ، 10072 ، قال المنذري :رواته ثقات ولكن فيه راو لم أعرفه .

115. الاستثمار، أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، د. قطب سانو،ص20،مرجع سابق.

116. صحيح الإمام مسلم ،1483،مسند الإمام أحمد 14035،موطأ الإمام مالك،558،سنن أبي داود،2297، سنن ابن ماجة 2024، المستدرك على الصحيحين للحاكم،2831 ،مسند أبي يعلى،2192 .

117. المضاربة هو عقد مشاركة بين طرف يقدم رأس مال المضاربة ، وطرف يقوم بالنشاط الاقتصادي بخبرته وعمله .

118. السلم هو عقد على بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن حال مقبوض .

119. الاستصناع : هو عقد على صناعة شيء نحو عمارة عقار ، أو استصلاح أراضي ، أو صناعة آلة ...

120. الاستثمار الناجح، د. عيد مسعود الجهني، ص 16، مكتبة الرياض، الرياض،

1998/1418، الاستثمار والتمويل بالمشاركة في البنوك الإسلامية، د. سيد الهواري، 22/12، مكتبة عين شمس، القاهرة،1996/1416.

121. المعجم الكبير للطبراني،5271،شعب الإيمان للبيهقي،5271،مسند الشهاب القضاعي،9205،ابن عساكر،8546.

122. وذلك حال كون الاستثمار في تجارة بيع الأراضي والعقارات ونحوها وبيعها عن طريق المبادلة بأراض وعقارات ، فما لم يحصل التاجر على النقود لا يمكنه تأدية الزكاة لذلك كان الاستثمار من خلال الأسهم والصكوك يسهل عملية تحويل الأصول العقارية ونحوها إلى سيولة نقدية . انظر الاستثمار الناجح، د. عيد مسعود الجهني، ص16، مرجع سابق

123. المقصود بالأصول هي الأراضي والمصانع والمزارع والعقارات وقد تكون قيمتها بالملايين ، ولكن بواسطة تقسيم قيمتها إلى وحدات متساوية القيمة كل وحدة بعشرة دنانير مثلاً، فيمكن بيع مايملكه المستثمر من وحدات في سوق المال سهلاً وميسراً .

124. عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، د. أحمد محي الدين،12 ـ 15 ، مرجع سابق،الاستثمار والتمويل، د. سيد الهواري ،ص 12 - 22، مرجع سابق .

125. حاشية القليوبي على شرح المنهاج،القليوبي شهاب الدين،95/4،مطبعة البابي الحلبي،القاهرة،د.ت، ،حاشية ابن عابدين،رد المحتار على الدر المختار، محمد أمين، بن عمر بن عبد العزيز الدمشقي، 44/2، دارا لفكر،بيروت،1979/1399،المغني على مختصر أبي القاسم عمر الخرقي،لابن قدامة، موفق الدين عبد الله بن أحمد،521/5، دارالكتاب العربي، بيروت،1972/1392، جواهر الإكليل،شرح مختصر خليل، صالح عبد السميع الآبي ،136/1،دار إحياء الكتب العربية،القاهرة،د.ت .

126. الجامع لأحكام القرآن،للقرطبي،419/3، مرجع سابق ، الأسهم والسندات من منظور إسلامي، د. عبد العزيز الخياط، 9- 12، مكتبة دار

السلام،القاهرة،1989/1409 .

127. صحيح الإمام مسلم، 996، مسند الإمام أحمد،6534، سنن أبي داود، 1692. صحيح ابن حبان ،4241 .

128. الاستثمار أحكامه وضوابطه،د. قطب مصطفي،43 ــ 48،مرجع سابق،الأنشطة المصرفية وكمالها في السنة المحمدية، د. حسَن صالح العناني،،ص،64، دار الفكر العربي،القاهرة،1997/1417 .

129. مسند الإمام أحمد ،17990،سنن أبي داود،2415سنن ابن ماجة،2481،سنن البيهقي،5462 .

130. مسند الإمام أحمد ،11724 سنن الترمذي،653، سنن أبي داود،1641،سنن ابن ماجه،2198 ،

131. موطأ الإمام مالك،329،سنن الترمذي،636،سنن البيهقي،6043 .

132. الأنشطة المصرفية وكمالها في السنة النبوية،د. حسن العناني ،ص،64،مرجع سابق،المحلى ،علي بن أحمد بن حزم ،5/ 306، دار الكتب العلمية، بيروت، 1988/1408، الأموال لأبي عبيد، القاسم بن سلام ص 548، دار الشروق، القاهرة، 1989/1409

133. مسند الإمام أحمد ،8344،موطأ الإمام مالك،1424، سنن أبي داود ،3073، سنن الدارمي،2509

134. الأموال،لأبي عبيد،القاسم بن سلام،167 ،المرجع نفسه .

135. تعتبرالنقود من خلال استقراء النصوص الشرعية أداة للقياس فقد حرمت الشريعة مبادلة القمح بالقمح،والتمر بالتمر وغيرهما من المواد الربوية لدى التفاضل في الكيل أو الوزن و لم تجيزه إلا استناداً إلى مقياس القيمة بالنقود،وكذلك لم تجز الشريعة بدء المشاركة في المضاربة إلا بالنقود، أو بتقويم موجوداتها بالنقود، ولايتم توزيع ربح إلا بناءً على أساس معرفة الرأسمال بالنقد،أو التقويم الحكمي بالنقد كما أن الشريعة لا تجيز بيع النقود بالأجل ولا تأجيرها ، ويحرم تنمية النقود إلا من خلال اقترانها بنشاط اقتصادي،انظر المعايير الشرعية ، ص 247 هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات

المالية الإسلامية ، البحرين ،1423/ 2002.

136. صحيح الإمام البخاري، 5945، صحيح الإمام مسلم،4069،مسند الإمام أحمد، 3717، سنن الترمذي 2234 السنن الكبرى للنسائي،5014،سنن ابن ماجة،2268،سنن الدارمي،2268.

137. مسند الإمام أحمد،7 / 334،مصنف عبد الرزاق،8 / 314 ،سنن الدار قطني، 3 / 16 .

138. المعايير الشرعية،هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،ص 247، البحرين ،1423هـ / 2002 .

139. مسند أحمد 24806، الترمذي 1207، أبو داود 3046،سنن ابن ماجه 2234، النسائي،4414، ،البيهقي ، 10885، الدارقطني ،213 المصنف،لعبد الرزاق الصنعاني ،14777، ابن حبان،4928، أبو يعلى ،4537 ، الحاكم ،3181 وقال صحيح على شرط مسلم وأورده الطحاوي بطرق عديدة وتقبله الفقهاء بالقبول ، انظر معاني الآثار للطحاوي، 21/4.

140. شرح القواعد الفقهية،الزرقا،أحمد بن محمد،تنسيق د. عبد الستار أبو غدة،ص 67، دار القلم،دمشق،1409/ 1989

141. البدائع ، للكاساني 3196/7 ، المجموع للنووي،68/1 ، المغني لابن قدامة ، 3/4 ، مطالب أولي النهى ، 157/3

142. تقسم الشريعة الأموال الربوية إلى مجموعتين مستقلتين أما المجموعة الأولى: فهي الذهب والفضة والنقود والحكم الشرعي فيها لايجوز بيع بعضها ببعض بالأجل وإنما يجب البيع الفوري وتقابض البدلين وتأجيل أحدهما يعتبر من الربا ، كما لايجوز إقراضها بشرط الزيادة وهذا يسمى ربا القروض .أما المجموعة الثانية: فهي المواد التي يتموها الناس ويدخروها كالقمح والرز والسكر والشاي والتمر فهذه يشترط عند المبادلة في الجنس الواحد منها التساوي في الوزن أو الكيل وقبضها وعدم التأجيل ، وعند اختلاف الجنس نحو بيع القمح بالرز فلا يجب التساوي في الكيل أو الوزن ،وإنما يجب قبضها وعدم التأجيل ، ولكن لو لم يكن بيع المواد التموينية ببعضها

مقايضة (أي بيع سلعة بسلعة) وإنما كان بيعها بالنقود فلا يوجد هناك ربا وعندئذ يجوز البيع بقبض السلعة وتأجيل الثمن ، أو قبض الثمن وتأجيل السلعة ، انظر بدائع الصنائع ، للكاساني،3196/7، وحاشية ابن عابدين ،4 /177، الاختيار لتعليل المختار ، الموصلي ،30/2، الدر المختار ، للحصكفي عــلاء الــدين 2/ 255، والعناية شرح الهداية ،للبابرتي،محمد بن محمود ،7/ 3، والمجموع لمحيي الدين النووي، 10/ 68، ومغني المحتاج للخطيب الشربيني، 21/2، والقوانين الفقهية،لابن جزي الكلبي ،252ــ255، والمغني،لابن قدامة، 3/4 - 8 ، ومطالــب أولي النــهى ،للرحيباني، مصطفي السيوطي، 157/3.

143. تيسير الكريم الرحمن في تفسير كلام المنان،السعدي ، عبد الرحمن بن ناصر،ص 485جمعية إحياء التراث الإسلامي ، الكويت 1997/1418.

144. مشروعة،والنتيجة مشروعة،فقد أحلّ الله الربح عن طريق البيع والتجارة،وحرمه عن طريق الربا،وكذلك أحلّ الله النكاح، وحرّم السفاح .

145. صحيح الإمام مسلم 2783، مسند الإمام أحمــد،8667،موطــأ الإمــام مالك،1345،سنن أبي داود،3376،السنن الكبرى للنسائي،4442،مصــنف عبد الرزاق،14507، السنن الكبرى للبيهقي،22241،سنن الدارقطني،47 .

146. انظرالمبسوط، للسرخسي، محمد بن أحمد ،194/13، دار المعرفة، بــيروت، 1988/1398، وحاشيةابن عابدين، 4 /147 مرجع سابق، المنتقى شــرح موطأ الإمام مالك، الباجي، سليمان بن خلف، 41/1، مطبعة السعادة، القاهرة ،1332هــ، والفروق للقرافي، شهاب الدين، أحمد بن إدريس، تحقيق د محمــد حجــي، 3 / 265، إحيــاء الكتــب العربيــة ، القــاهرة 1346 هـــــ ، والمجموع،للنووي،208/9،مرجع سابق،الغرر وأثره في العقود،الضرير الصديق محمد الأمين،ص 64 – 165، مطبوعات بنك البركة الإسلامي، البحــرين،1404/ 1984.

147. سنن أبي داود،3800،السنن الكبرى للبيهقي ،20282،المســتدرك علــى الصحيحين للحاكم،7113،سنن الــدارقطني،12،المعجــم الكــبير للطــبراني

7949،مسند البزار (البحر الزخار)، 794 .

148. من أمثلة العقود الممنوعة : بيع سلعة بالأجل بمائة وعشرين ، ويشتريها منه نفس البائع بمائة نقداً ،ومن أمثلة الجهالة في العقود إجراء عقد مضاربة دون معلومية نسبة الربح لكل من المتعاقدين ، ومن أمثلة الغرر : بيع السمك في الماء ، وكذلك بيع البعير الشارد لأنه لايدرى هل سيعثر عليه أم لا . ومن أمثلة الشروط الفاسدة اشتراط غرامة مالية لدى تأخر المدين بسداد الدين ، ومن الشروط الباطلة بيع عقار واشتراط عدم تأجيره .

149. الودائع الاستثمارية في اليابان ،ص 1-2،مؤسسة نيهومباشي كابايا ، اليابان ،طوكيو ،1989.

150. الصناديق المشتركة ،معهد شركات الاستثمار،،ص 6،واشنطن،إن دبليو 1600، U.S.Aواشنطن ، 1988 م

151. الأنظمة و التعليمات النقدية والمصرفية،ص ،74،مطبوعات مؤسسة النقد السعودي،الرياض، 1414 /1994 ،

152. صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، د. منير هندي،ص 7،منشأة المعارف،الإسكندرية 1414/ 1994.

153. الشخصية الاعتبارية : هي مؤسسة لها هدف مشترك ، ويعطيها القانون الحق في ممارسة كافة أنواع التصرفات القانونية في التعامل، وفي اكتساب الحقوق وتحمل الالتزامات، و يكون لها ذمة مالية مستقلة شأنها في ذلك شأن الأشخاص الطبيعيين ، فالصندوق يتملك ويبيع ويشتري ويمثله مدير الصندوق أمام القضاء ، وأمام الآخرين ، ومسئولية كل شريك في حدود أسهمه ، وفي الحالة التي يترتب فيها على الصندوق التزامات مالية تزيد على أسهم المشاركين في الصندوق لايمكن الحجز على أموال الشركاء التي خارج الصندوق من ممتلكاتهم الخاصة لأنَّ المسئولية محدودة بمبالغ المشاركة التي اكتتب بها المشارك ولا تتعدى إلى أمواله الخاصة الأخرى .

154. الصناديق الاستثمارية الإسلامية،د. عز الدين خوجة،ص24، مطبوعات مجموعة دلة البركة،جدة،1414/1994 .

155. الاستثمار في الأسهم والوحدات الاستثمارية، د. عبد الستار أبو غدة،ص 25 ، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي،الدورة التاسعة،المنعقدة في ذي القعدة / أبريل نيسان،1995/1415 .

156. إدارة الاستثمارات ، الإطار النظري والتطبيقات العملية ، د. محمد مطر ، ص65 ، مرجع سابق .

157. موسوعة أعمال البنوك من الناحيتين القانونية والعملية، د. محي الدين علم الدين إسماعيل،525/2، دار العلوم،القاهرة،1413 /1993 .

158. البليون: في مصطلح الأرقام الأمريكي تسعة أصفار .

159. التريليون : في مصطلح الأرقام الأمريكي اثنا عشر صفراً .

160. المؤتمر العالمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية المنعقد في البحرين في شهر سبتمبر،2006، مطبوعات المؤتمر،البحرين ، 1426/ 2006.

161. المؤتمر العالمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية المنعقد في البحرين في شهر سبتمبر،2006، مطبوعات المؤتمر،البحرين ، 1426/ 2006.

162. الصناديق المشتركة في السعودية،ورقة عمل،جاسم عبد الكريم،ص 8-9،مطبوعات المؤتمر،الرياض ،1417 / 1997.

163. الصناديق المشتركة في السعودية،ورقة عمل،جاسم عبد الكريم،ص 8-9،مطبوعات المؤتمر،الرياض ،1417 / 1997.

164. الصناديق المشتركة في السعودية،ورقة عمل،جاسم عبد الكريم،ص 8-9،مطبوعات المؤتمر،الرياض ،1417 / 1997.

165. الصناديق المشتركة في السعودية،ورقة عمل،جاسم عبد الكريم،ص 8-9،مطبوعات المؤتمر،الرياض ،1417 / 1997.

166. إدارة الاستثمارات،الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر، ط2، ص78، مؤسسة الوراق، عمّان الأردن، 1999/1419 ، واقع وآفاق صناديق الاستثمار السعودية، عباد المهلكي ص25، مرجع سابق .

167. الإدارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي المعاصر، صلاح الدين

السيسي،ص246، دار الوسام، بيروت 1418 /1998.

168ـ التورق هو شراء سلعة بثمن مؤجل في الذمة،ثم يبيعها نقداً بهدف الحصول على النقود، انظر عملية التورق ، ص167 .

169. إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر، ص 77، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين،د. منير هندي ص12،والإدارة العلمية للمصارف التجارية، صلاح الدين السيسي، ص244، والأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية،،إصدار مؤسسة النقد العربي السعودي،ص74،مراجع سابقة .

170. دليل زكاة المشاركات في الصناديق والإصدارات، د. عز الدين خوجة،تحقيق د. عبد الستار أبو غدة،مطبوعات دلة البركة ،1995/1415

171. إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر،ص79، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها،د. زينب سلامة، ص84،دليل زكاة المشاركات في الصناديق والإصدارات، د. عز الدين خوجة،ص41 – 45، مراجع سابقة،الأوراق المالية وأسواق رأس المال،د. منير هندي، ص87، منشأة المعارف،الإسكندرية،1415 / 1995 ،مجلة الإدارة العامة،معهد الإدارة العامة، الرياض،العدد،1/29/ 2004.

172. الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية، مؤسسة النقد العربي السعودي، ص72، مرجع سابق .

173. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال– الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، د.منير هندي، ص47 – 49،المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،1999/1419،والمادة: 21 من القانون التجاري الكويتي،والمادة 35 من القانون المصري رقم 1992/95م بشأن سوق المال المصري ، وانظر قانون قطر للصناديق ، رقم 25 /2002 ، المادة (7)، وقواعد تنظيم صناديق الاستثمار، مؤسسة النقد العربي السعودي لسنة 1413،(رابعاً : أ/1) ،وقانون الشركات التجارية الإماراتي المعدل ، 15/ 1998، المادة (104) ،وقانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني، 76/ 2002، المادة (95) ،قانون

الأوراق المالية العماني،76 / 2002 ، المادة (38) .

174. ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها، د. زينب سلامة،ص83، مرجع سابق .

175. الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية،مؤسسة النقد العربي السعودي،ص79،مرجع سابق .

176. إدارة الاستثمارات،الإطار النظري والتطبيقات العملية،د. محمد مطر، ص77، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، د،منير هندي ،73،الإدارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي المعاصر،صلاح الدين السيسي،ص245،أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ــ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، د. منير هندي،ص141،مراجع سابقة،صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين،د. منى قاسم، ص245،الدار المصرية اللبنانية،القاهرة،1415/ 1995.

177. قواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودي ،ص 71، وانظر المادة (164) قانون سوق رأس المال المصري، والقانون التجاري الكويتي،المواد 63-72، وقانون الشركات الإماراتي ، المادة (97) ، وقانون الصناديق الأردني ، المادة (103)

178. ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في،د. زينب سلامة، ص95،أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي ص158، مراجع سابقة .

179. ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها ،د. زينب سلامة، ص104، مرجع سابق . إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، د. محمد مطر، ص، 81، مرجع سابق .

180. كيف تعمل الصناديق المشتركة،مؤسسة نيويورك المالية،ص 8-9،، أنجلو وود 7632،نيويورك،1997

181. يقصد بالسوق الأولي: السوق الذي تطرح فيه الأوراق المالية لأول مرة تمييزاً له عن السوق الثانوي الذي يتم فيه تداول الورقة المالية (البورصة)

182. المؤشر : هو المتوسط الربحي للصناديق الناجحة،فقد يكون على سبيل المثال في السوق مائتا صندوق فيتم اختيار خمسين صندوقا أرباحها متميزة، ويؤخذ المتوسط

الربحي للوحدة،ويسمى هذا بالمؤشر،واستناداً إليه يتم مقارنة أرباح وحدات كل صندوق في السوق فيقارن المستثمر بينها،وهذا يجعل المستثمر يتوجه إلى الصناديق الأكثر نجاحاً،مما يحفز مدراء الصناديق للمنافسة للوصول إلى معدلات أعلى من المؤشر .

183. انظر قانون إنشاء الصناديق من مادة 1 - 99 فإنها تبين خضوع الصندوق لرقابة البنك المركزي وتعليماته وأنّ هناك من الضوابط والتعليمات مايطمئن المستثمرين الحفاظ على حقوقهم وأموالهم .

184. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال. الأوراق المالية وصناديق الاستثمار. د. منير إبراهيم هندي 96-98،مرجع سابق .

185. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال،د. منير هندي،ص101، مرجع سابق،صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين،د. منى قاسم، ص168،مرجع سابق .

186. إدارة الاستثمارات،د. محمد مطر،ص64 - 73،مرجع سابق،الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات د. حسني خريوش ود. عبد المعطي أرشيد،ود. محفوظ جودة،ص32، دار زهران،عمان الأردن،1998/1418 .

187. واقع وآفاق صناديق الاستثمار،عياد المهلكي، ص19، المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،1420/ 2000

188. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال،د. منير هندي،ص123، مرجع سابق .

189. أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية،د. منير هندي،ص،11، منشأة المعارف،الإسكندرية،1419 / 1999الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة،د. محمد محمود حبش،ص 84، دار الفكر،دمشق ،1998/1418.

190. إدارة الاستثمارات، د. محمد مطر ،ص81،مرجع سابق،الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية السعودي، ص76، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية ،بند (أ) ص5، وقانون الصناديق الأردني ،المادة (96) .

191. إدارة الاستثمارات،د. محمد مطر،ص81، مرجع سابق،صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، د. منير هندي، ص 19،مراجع سابقة .

192. ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها،د. زينب سلامة، ص89، مرجع سابق .

193. إدارة الاستثمارات،د. محمد مطر، ص82،مرجع سابق .

194. الصناديق الاستثمارية الإسلامية،د. عز الدين خوجة،ص 36،مرجع سابق .

195. الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية السعودي،ص78، والقطري، المادة (4)، والإماراتي، المادة (77)، والأردني(المادة (91/ج)، وقانون سوق رأس المال المصري، الباب الأول المادة (5)، والعماني، المادة (35) ، مراجع سابقة .

196. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال،د. منير هندي، ص151، مرجع سابق .

197. الإدارة العلمية للمصارف التجارية،صلاح الدين السيسي،ص248، مرجع سابق .

198. إدارة الاستثمارات ،د. محمد مطر،ص 83، مرجع سابق،الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية،مؤسسة النقد العربي السعودي،ص 79،مرجع سابق .

199. ومثال ذلك :قيمة المشروع للصندوق مليون دينار ، وتمّ تقسيمه إلى وحدات متساوية مليون وحدة استثمارية ، وقيمة الوحدة دينار واحد ، هناك مصاريف دراسة جدوى + نفقات استخراج الموافقات بمبلغ عشرة آلاف دينار .

200. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال،د. منير هندي، ص157، مرجع سابق .

201. انظر قانون إنشاء صناديق الاستثمار الكويتي ،المواد41-47،والقطري، المواد (1-3)، والإماراتي المواد،(153- 160) و الأردني المواد(95- 104)، والعماني المواد (52-55)، وتعليمات صناديق الاستثمار السعودي ، 2052/3،و قانون سوق رأس المال المصري ، الباب الأول (1- 5) ، والفلسطيني المواد (52- 55) .

202. انظر القانون التجاري الكويتي،إنشاء صناديق الاستثمار،المواد 46 – 47 ، وقانون الشركات التجاري الإماراتي الاتحادي ، المواد (85،92،93) ، مراجع سابقة .

203. انظر القانون التجاري الكويتي،إنشاء صناديق الاستثمار،المادة 48، وقانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني ، المادة (99) ، وقانون الأوراق المالية العماني، المادة

(34)، مراجع سابقة .

204. هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين ،قرار 3،الفتاوى الشرعية للتوفيق والأمين،جدة .

205. القانون التجاري الكويتي،قرار وزاري،رقم 113، لسنة 1992 في شأن إنشاء صناديق الاستثمار،المادة 45

206. وانظر المادة 156،قانون رأس المال المصري،بشأن سوق المال،رقم 95 لعام 1992، وانظر قواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودي ، ثالثاً : 3/ب/4 وقانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني ، المادة (92 /د) ، والإماراتي الاتحادي، المادة (83) ، وقانون الصناديق القطري ، المادة (8) ، والعماني ، المادة (34) مراجع سابقة .

207. الفتاوى الشرعية في الاقتصاد،مجموعة البركة،الفتوى (5) ص،14 ،مطبوعات دلة البركة ،جدة،1993/1413

208. القانون التجاري الكويتي،قرار وزاري،رقم 113، لسنة 1992 في شأن إنشاء صناديق الاستثمار،المادة 45 .

209. انظر القانون التجاري الكويتي،قرار وزاري،رقم 113، لسنة 1992 في شأن إنشاء صناديق الاستثمار،المواد 50 إلى 53 ، وانظر المادة (156)،قانون سوق رأس المال المصري ،رقم 95 لعام 1992، وقواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودي ، فقرة الاشتراك في الصناديق البند (2/د) ، وقانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني ، المادة (105) ، والإماراتي الاتحادي، المادة (161) وقانون الأوراق المالية الفلسطيني ، المادة (58) ، مراجع سابقة .

210. الصناديق الاستثمارية الإسلامية،د. عز الدين خوجة، ص،40 ، مرجع سابق .

211. القانون التجاري الكويتي،قرار وزاري،رقم 113 انظر المواد (63 – 65) ،وانظر قواعد تنظيم صناديق الاستثمار، مؤسسة النقد السعودي قرار وزاري 3/ 2052 لعام 1413 هـ،الهيكل التنظيمي، بند ثانياً،ص75، وقانون الصناديق القطري ، المادة (2،3) وقانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني ، المادة

(102) ، وقانون سوق رأس المال المصري مادة (35) ، وقانون الأوراق المالية العماني ، المواد (38 - 39) مراجع سابقة.

212. القانون التجاري الكويتي،قرار وزاري،رقم 113، لسنة 1992 في شأن إنشاء صناديق الاستثمار،انظر المواد 63- 64 - 66 - 68 - 70 و92 ، قانون صناديق الاستثمار الأردني، (104)، وقواعد تنظيم الصناديق السعودي، ثانياً : بند (3)، وقانون سوق رأس المال المصري، المادة (37)، والإماراتي، المادة (104)، والقطري،المادة (7)، مراجع سابقة .

213. المصباح المنير ،أحمد بن محمد بن علي المقري،293،مكتبة لبنان، بيروت، 1990/1410 ، معجم متن اللغة، أحمد رضا إبراهيم العاملي، 362/3، مكتبة الحياة، بيروت، 1985/1405 ، المعجم الوسيط، إبراهيم مصطفى ومجموعة،دار الأمواج ط2، 1/ 461، بيروت، 1990/1410.

214. الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون، د. عبد العزيز الخياط، 94/2، وزارة الأوقاف الأردنية، عمان 1391/ 1971، شركة المساهمة في النظام السعودي، د. صالح المرزوقي، ص 334، مطابع الصفا، مكة المكرمة، 1986/1406، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة، د. محمد رواس قلعه جي،ص57،دار النفائس، بيروت، 1999/1419.

215. المعاملات المالية المعاصرة،د. محمد رواس قلعه جي،ص 62،مرجع سابق.

216. الأسهم والسندات من منظور إسلامي، د. عبد العزيز الخياط،ص 18.، دار السلام، القاهرة، 1971/1391 المعاملات المالية المعاصرة، د. محمد رواس قلعه جي ، ص 59، المرجع نفسه، عمل شركات الاستثمار د. أحمد محيي الدين، ص 98،مرجع سابق، بحوث فقهية معاصرة، د. محمد عبد الغفار الشريف، ص 73، دار ابن حزم بيروت، 1420 / 1999 .

217. القوانين العربية للشركات : الإماراتي الاتحادي ، مادة 154 ، القانون التجاري الكويتي، مادة 99 ، الأردني ، مادة 147 ، اللبناني ، مادة 132 السوري ، مادة 97، العراقي، مادة 29، اليمني ، مادة 48، وانظر الشركات في الشريعة

والقانون، د.عبد العزيز الخياط ، 96/2وبحوث فقهية معاصرة، د. محمد عبد الغفار الشريف، ص 73.مراجع سابقة .

218. الشركات في الشريعة والقانون،للخياط ، 100/2 ،المرجع نفسه ،الموسوعة العربية الميسرة، بمجموعة من العلماء ، بإشراف د. محمد شفيق غربال ،1026/1، دار النهضة،بيروت،1403 / 1983 ، المعاملات المالية المعاصرة،د. محمد رواس قلعه جي ، ص 60،مرجع سابق .

219. الأسهم الاعتيادية،د. محمد علي القري ،بحث قدمه للدورة السابعة،بمجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي،197/1،جدة 1992/1412

220. المعاملات المالية المعاصرة، د، قلعه جي، ص 60، عمل شركات الاستثمار، د. أحمد محيي الدين، ص 157، الشركات في الشريعة والقانون، د. عبد العزيز الخياط ص212 ، شركة المساهمة، د. صالح المرزوقي، ص 356، بحوث فقهية معاصرة، د.محمد عبد الغفار الشريف، ص 75، مراجع سابقة، بحث المتاجرة بأسهم الشركات، د. أحمد الحجي الكردي، ص 97، الندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي، 1419 / 1998.

221. الأسهم العادية،د. محمد علي القري،بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي التاسع، بمجلة المجمع ،1/ 203، جدة ، 1995/1415

222. الأسهم العادية،د. محمد علي القري، 205/1، البحث المقدم للمجمع نفسه .

223. الأسهم العادية،د. محمد علي القري،بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي التاسع ،بمجلة المجمع ،207/1ـــ211 مرجع سابق .

224. المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه، د. محمد رواس قلعه جي، ص 68ـــ69، الأسهم والسندات من منظور إسلامي، د. عبد العزيز عزت الخياط، ص50 – 53، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية د. أحمد محيي الدين، ص 102 – 154، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي 31، ص – 38، الشركات في الشريعة والقانون، د. عبد العزيز الخياط، 102/2، بحوث فقهية معاصرة، د. محمد عبد الغفار الشريف ص 66ـــ69، مراجع سابقة،

المعاملات المالية المعاصرة، د.محمد عثمان شبير، ص، 176، دار النفائس، عمان الأردن، 1996/1416، الموسوعة الاقتصادية، راشد البراوي، ص 314، دار النهضة العربية، القاهرة، 1971/1391.

225. الموسوعة الثقافية، حسين سعيد، ص 290، دار المعرفة، القاهرة، 1972/1392، الأوراق التجارية، مصطفي كمال طه، ص، 120، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 1997/1417، الأوراق التجارية، د.محمد حسني عباس، ص6، دار النهضة العربية، القاهرة، 1971/1391، معجم المصطلحات التجارية الفني، لجليل قسطو، ص 42، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1977/1397، قانون المعاملات التجارية الإماراتي الاتحادي رقم 18 لعام 1993، ص185.

226. الأوراق التجارية،محمود بابلي،ص 12،حلب،سوريا،1978/1398 .

227. المعايير الشرعية،هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ،ص293،ونصه" يطبق هذا المعيار بموجب قانون جنيف الموحد للأوراق التجارية الثلاث وهو المعتمد عالمياً الصادر في عام 1931م،مرجع سابق.

228. الموسوعة الاقتصادية،راشد البراوي ،ص 315،الأوراق التجارية،محمد حسني عباس،ص 10 وص 232،المعاملات المالية المعاصرة،محمد شبير عثمان،ص 147،مراجع سابقة .

229. المعاملات المالية المعاصرة،د. محمد عثمان شبير،199،النقود والمصارف،د. عوف الكفراوي،140،الأوراق التجارية،محمود بابلي، ص 12، الأوراق التجارية،د. محمد حسني عباس،ص 232مراجع سابقة.

230. انظر حاشية ابن عابدين، 333/3،مرجع سابق،مغني المحتاج،للخطيب الشربيني،16/2،مرجع سابق، حاشيتا القليوبي وعميرة 161/2،مرجع سابق،كشاف القناع عن متن الإقناع،منصور بن يونس بن إدريس البهوتي،الحنبلي، 3/ 168، عالم الكتب،بيروت 1402/ 1982. الموسوعة الفقهية الكويتية،290/26،مطابع وزارة الأوقاف،الكويت ،2004/1425.

231. مسند الإمام أحمد،1725 ، سنن الترمذي،2518،المجتبى للنسائي،5397،سنن البيهقي الكبرى 10972 ، المستدرك للحاكم،2169،سنن سعيد بن منصور،2365،سنن الدارمي،2437،صحيح ابن خزيمة،2348،صحيح ابن حبان،722، مسند البزار،1336،مسند أبي يعلى،2762 مصنف عبد الرزاق،20619،المعجم الصغير للطبراني،285 .

232. مصنف عبد الرزاق ، 152/8

233. الأم للإمام الشافعي،محمد بن إدريس الشافعي، 38/3، دار الشعب، القاهرة، 1968/1387 .

234. بحث المتاجرة بأسهم غرضها مباح وتقرض وتقترض بالربا ،د. أحمد الحجي الكردي،الندوة الفقهية الخامسة ص 113، بيت التمويل الكويتي، الكويت، 1998/1419

235. الأشباه والنظائر في قواعد وفروع الشافعية،جلال الدين عبد الرحمن بن أبي بكر السيوطي، ص 97 – 98، الكتاب العربي،بيروت ،1987/1407،الأشباه والنظائر، لابن نجيم،زين العابدين بن إبراهيم، الحنفي ، ص91 – 92،البابي الحلبي،القاهرة،1968/1387.

236. شرح القواعد الفقهية، للزرقا أحمد بن محمد، ص155، تنسيق د. عبد الستار أبو غدة ،دار القلم ،دمشق، 1989/1409

237. بيع العرايا : كان في المدينة المنورة أشخاص ليس عندهم شجر فيشترون الرطب الصاع منه بصاع من التمر ، وسيكون هناك تفاوت في الوزن لأنَّ الرطب عندما يجف يصبح أقل وزناً فأجاز ذلك النبي ﷺ للحاجة.

238. مجموع الفتاوى لابن تيمية،أحمد بن عبد الحليم،جمع ابن قاسم،ج227/29– 480 . مطابع الرياض ،السعودية ،د.ت

239. ندوة الأسواق المالية بالرباط،عقدها مجمع الفقه الإسلامي الدوليمن 5– 25ربيع الآخر 1410 /1989

240. قواعد الأحكام في مصالح الأنام،للعز بن عبد السلام السلمي،159/2، دار

الجيل،بيروت،1980/1400.

241. مجموع الفتاوى لابن تيمية،جمع ابن قاسم، 311/29 - 323، مرجع سابق .

242. مجموع الفتاوى لابن تيمية، 272/29 – 273- 308، بدائع الفوائد،شمس الدين محمد بن أبي بكر ابن قيم الجوزية، ط2 257/3، دار الفحالة الحديثة، القاهرة، 1392 / 1972 .

243. بدائع الصنائع،للكاساني،144/10،مرجع سابق .

244. مجموع الفتاوى،لابن تيمية ،29/ 241، كما ذكر قاعدة الاعتبار بالأغلب فيمن في ماله حرام. المرجع نفسه.

245. ندوة الأسواق المالية بالرباط،عقدها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية، ووزارة الأوقاف المغربية من 5-25 ربيع الآخر 1410 /1989

246. مجمع الفقه الإسلامي الدولي،القرار رقم 7/1/65، دورة المؤتمر السابع، 1412 /1992.

247. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، القرار رقم 6/11/62 الدورة السادسة، جدة 1410 /1990 ، وانظر الفتاوى الإسلامية، دار الإفتاء المصرية، ج3311/9، فتوى 1248و1252، المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية، وزارة الأوقاف، القاهرة، 1979/1399.

248. هذه الكلمة معربة من (جامكي) وهي كلمة فارسية مأخوذة من (جامه) بمعنى الثوب، وكانت موضوعة في الأصل لأجرة تدفع إلى من يحفظ الثياب، ثم أطلقت على كل أجرة أو راتب،راجع لغة نامه ده خدا: 16 / 97، وفسره في المنجد بمرتب خدام الدولة العسكرية والملكية، وذكر أن أصله تركي وجمعه جوامك.

249. حاشية ابن عابدين ،4 / 518، كشاف القناع عن متن الإقناع ،للبهوتي،3 / 156،مراجع سابقة .

250. مواهب الجليل لشرح مختصر خليل،،محمد بن عبد الرحمن المالكي المعروف بالحطاب ط 2، 4 / 224، دار الفكر،بيروت،1978/1398 .

251. حاشية الشبراملسي على نهاية المحتاج، أبو الضياء نور الدين،علي بن علي الشبراملسي،478/5، مطبعة البابيالحلبي،القاهرة،1966/1386 .

252. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع: 2 / 217، الدورة السابعة،قرار رقم: 66 / 2 / 7، فقرة 3،.جدة 1412 /1992 وانظر الفتوى رقم 12،ندوة البركة الأولى ،جدة،1983/1403.

253. بحث الأدوات المالية الإسلامية،د. حسين حامد حسان،بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي،الدورة السادسة،جدة،1990/1410، مجلة المجمع /2 1413 -1442 .

254. الأعيان : كل شيء له حجم مادي مثل العقار والسلع والسيارات أما المنافع فهي الإجارة والخدمات

255. مصنف عبد الرزاق ، 14752 ، مصنف ابن أبي شيبة ، 20384.

256. مصنف عبد الرزاق ، 14754 ، سنن سعيد بن منصور ، 1837 ، الطبقات الكبرى لابن سعد ، 2947 .

257. انظر اللمع في أصول الفقه ،إبراهيم بن علي الشيرازي ، ص94 ، التمهيد في تخريج الفروع ،جمال الدين الأسنوي،451، البحر المحيط، محمد بن عبد الله الزركشي،456/6، روضة الناظر،موفق الدين ابن قدامة ، ص132

258. انظر المغني لابن قدامة،642/4،الإنصاف للمرداوي، 242/5،المبسوط للسرخسي،135/20،مواهب الجليل، 5/ 80،المدونة الكبرى،370/3، حاشية الدسوقي،لابن عرفة،309/3، الموسوعة الفقهية الكويتية،16/11.

259. انظر المهذب للشيرازي، 340/1، نهاية المحتاج، للرملي،376/4، المحلى لابن حزم، 166/8

260. (1) انظر شرح مجلة الأحكام العدلية ، لعلي حيدر المادة 42و48 ، وشرح القواعد الفقهية ، أحمد الزرقا، ص18،و روضة الطالبين للنووي ،3/ 386، والفروق للقرافي،104/4 ، والمنثور في القواعد ، محمد بن بهادر الزركشي ، 234،و أحكام القرآن الكريم ، لابن العربي ، 4/ 1804 .

261. قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي،قرار رقم 30(4/5) الفقرة الثالثة،الدورة الرابعة،1988/1408، وانظر فتاوى الحلقة العلمية الأولى للبركة ص145الفتوى رقم (5)،والفتاوى الشرعية في الاقتصاد،مطبوعات دلة البركة، جدة ، 1413/ 1993 .

262. لبيع الدين أحكام توضحها الصور التالية : الصورة الأولى باع سلعة بالأجل بألف دينار على أن يتم تسليم السلعة والثمن بعد سنة مثلاً فهذه الصورة محرمة (نهى رسول الله ﷺ عن بيع الدين بالدين .) أما الصورة الثانية: أن يباع الدين من المديون نفسه فيجوز مالم يكن مبادلة الدين والثمن لاتجيزهما علة الربا (توضيح ذلك سبق في ص 27 من هذه الأطروحة) أما الصورة الثالثة: هي بيع الدين للمدين بثمن أكثر مؤجل فهو عين الربا غير جائز، وأما الصورة الرابعة: بيع الدين من غير المدين: لايجوز عند الحنابلة والحنفية: لأنه غير محقق بأن يكون مقدور التسليم، أما المالكية والأصح عند الشافعية فهو جائز على أن يكون بيع الدين بغير جنسه وألا تكون عملية المبادلة ربوية محظورة ، ومثال الصورة الجائزة هو أن يبيع دين كمبيالة مليون مثلاً وموعد سدادها بعد خمس سنوات بعقار أو سيارة أو سلع انظر الإنصاف للمرداوي ، 112/5 ، والبدائع للكاساني 148/5، وانظر الدسوقي على الشرح الكبير، 63/3، والمجموع للنووي، 300/9 .

263. انظر قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي،قرار رقم 30(4/5) العنصر الثالث،الفقرة (ج)،وانظر الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية،د.عبد الستار أبو غدة ،ص 71،مراجع سابقة .

264. المادة 8 من القانون التجاري الكويتي، وانظر قانون الصناديق القطري، المادة (6)، والأردني المادة(101) والإماراتي، المادة (166) والعماني، المادة (44)، والسوري، المادة (11)، وتعليمات تنظيم الصناديق السعودي، رابعاً، بند (7) مراجع سابقة.

265. مجمع الفقه الإسلامي الدولي،الرابع عشر، قراررقم130 (14/4) رابعاً

وخامساً،المنعقد في الدوحة،قطر، ذو القعدة/يناير،2003/1423.

266. المادة 8 من القانون التجاري الكويتي ، وانظر قانون الصناديق القطري ، المادة (6) ،والأردني المادة(101) والإماراتي ، المادة (166) والعماني المادة (44) ،والسوري المادة (11) وتعليمات تنظيم الصناديق السعودي، رابعاً ، بند (7) مراجع سابقة.

267. الشخصية المعنوية،د.محمد حسن،رسالة دكتوراه،جامعة الأزهر،كلية الشريعة والقانون،تحت رقم 549 ص 585 وما بعدها، الدر المختار، علاء الدين الحصكفي، 4 / 489،حاشية ابن عابدين،439/24،مراجع سابقة .

268. الأم ، الإمام الشافعي ، محمد بن إدريس ،قسم الفيء 135/2 ، دار الشعب ، القاهرة ، 1968/1387

269. إيضاح القواعد الفقهية،عبد الله بن سعيد اللحجي،ص62، مطابع الحرمين، ط3،جدة ،1990/1410.

270. الشركات في الشريعة والقانون،د. عبد العزيز الخياط،211/1، مرجع سابق ، وانظر الشركات في الفقه الإسلامي ، للشيخ: علي محمد الخفيف ، ص96 – 97 ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1998/1419 ، والنظام الاقتصادي في الإسلام،لتقي الدين النبهاني، ص 130، دار المعرفة ، بيروت 1964/1384 ،وانظرالعقود المسماة في قانون المعاملات المدنية الإماراتيوالقانون المدني الأردني،د. وهبة الزحيلي ص163، دار الفكر،دمشق ،1987/1407.

271. المادة (45) و(49) من قانون التجارة الكويتي ،رقم 31 لسنة 1990 في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار،ص124 – 125،مرجع سابق .

272. حاشية ابن عابدين ،431/8،البحر الرائق،لابن نجيم، 264/7 ، المغني،لابن قدامة،7/ 138، ،العدة شرح العمدة،لبهاء الدين المقدسي الحنبلي ،1/ 350،عالم الكتب،بيروت،1424/ 2003 ، نهاية المحتاج شرح المنهاج ،للرملي،شهاب الدين محمد بن أبي العباس (الشافعي الصغير)،5/ 227، البابي

الحلبي، مصر، 1967/1387، الحاوي الكبير،علي بن الحسن الماوردي الشافعي، 9/ 146، دار الكتب العلمية،بيروت،1414 /1994، القوانين الفقهية،لابن جزي، ص،211،بداية المجتهد ونهاية المقتصد،لابن رشدموفق الدين ط3،2/ 285، ، البهجة في شرح التحفة، علي عبد السلام التسولي المالكي ،ص357،دار الكتب العلمية،بيروت ،1998/1418 المحلى ، لابن حزم،8/ 247 ، الدراري المضية ، محمد بن علي الشوكاني ، 125/2، دار الكتب العلمية ، بيروت 1987/1407.

273. المبسوط،للسرخسي،32/12،درر الحكام في شرح غرر الأحكام،لمنلا خسرو،محمد قراميز،312/2 مطبعة أحمد ،القاهرة ، 1329هـ، تبيين الحقائق شرح كنز الدقائق للزيلعي،فخر الدين عثمان علي،59/5،دار المعرفة،بيروت، د.ت،مجمع الضمانات، للشيخ محمد بن غانم البغدادي، ص312،عالم الكتب، بيروت،1987/1407.

274. التاج والاكليل لمختصر خليل، للمواق، محمد يوسف العبدري،452/7،دار الفكر، بيروت،1398/ 1978،المنتقى شرح موطأ الإمام مالك،للباجي، 103/7، مواهب الجليل لشرح مختصر خليل،للحطاب،368/5 ،مراجع سابقة .

275. تكملة المجموع،للمطيعي،محمد نجيب،382/14 ،دار الفكر،بيروت،دت،تحفة المحتاج،لابن حجر الهيتمي،أحمد بن حجر، 96/6،دار صادر،بيروت،دت،حاشية البجيرمي،سليمان،3/ 152، دار المعرفة،بيروت،1978/1398، مغني المحتاج، للخطيب الشربيني،420/3

276. المغني،لابن قدامة، 134/7، مرجع سابق، الفتاوى الكبرى، لابن تيمية، تقي الدين أحمد بن عبد الحليم، 404/3، دار الكتب العلمية، بيروت، الفروع لابن مفلح، محمد بن مفلح المقدسي، 383/3، دار مصر للطباعة، القاهرة، 1959/1379، الإقناع، لابن منذر النيسابوري، محمد بن إبراهيم، 1744/5، مكتبة الرشد، الرياض، 1994/1414 .

277. المجمع الفقهي الإسلامي الدولي الرابع، قرار رقم (5) العنصرالرابع، جدة، جمادى الآخرة/فبراير1988/1408، وانظر للمعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة، ص240، مرجع سابق .

278. انظر بدائع الصنائع، للكاساني، 45/8، والمغني، لابن قدامة، 158/7، ومغني المحتاج، للشربيني، 410/3،مراجع سابقة، وحاشية الدسوقي على الشرح الكبير لابن عرفة، شمس الدين بن محمد،526/3، دار إحياء الكتب العربية،مطبعة البابي الحلبي،القاهرة،دت.

279. برنامج الصناديق الاستثمارية الإسلامية،د. عز الدين خوجة ص 25، مرجع سابق .

280. المجمع الفقهي الإسلامي الدولي ، قرار رقم : 122 (13/5) بشأن المضاربة المشتركة،الدورة الثالثة عشر المنعقدة في الكويت 2001/1422.

281. المعايير الشرعية،هيئة المحاسبة والمراجعة،ص317 ، البحرين ، 2007/1428 .

282. انظر المعايير الشرعية،هيئة المحاسبة والمراجعة،ص، 227، والمجمع الفقهي الرابع، قراررقم5، العنصر الرابع، بند 6/أ، والمغني،لابن قدامة، 7/ 134، وفتاوى ندوات البركة، الدورة الثامنة ص 136، مراجع سابقة .

283. فتاوى ندوة البركة،الدورة الثامنة،ص 136،مرجع سابق.

284. انظر مواهب الجليل، للحطاب ،4/ 518 ، مغني المحتاج، للخطيب الشربيني، 2/ 5،شرح منتهى الإرادات،للبهوتي،140/2، مراجع سابقة.

285. مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع،قرار رقم 30(4/5) العنصر الأول،مجلة المجمع العدد الرابع،ج3/ 1809،جدة،1988/1408.

286. الاختيار لتعليل المختار ، لابن مودود الحنفي ، 4/2 ، مرجع سابق .

287. المعايير الشرعية ، هيئة المحاسبة والمراجعة ، فقرة 7/1/5 ، ص 294 ، البحرين ، 2007/1428

288. انظر قانون إنشاء الصناديق الكويتي، المواد 71-79، وقواعد تنظيم صناديق

الاستثمار، مؤسسة النقد السعودي، رابعاً: حفظ أصول الصندوق البنود (1-6)، وانظر قانون صناديق الاستثمار الأردني، المادة (106)،وقانون صناديق الاستثمار القطري، المادة (6)،وانظر قانون الأوراق المالية الفلسطيني ، المواد (52 – 60).

289. المواعيد تحددها نشرة الإصدار حيث أن سعر الوحدة الاستثمارية يعلن في يوم محدد في كل أسبوع أو كل شهر

290. مثال إذا كان قيمة الموجودات مليون دينار وعدد الوحدات الاستثمارية مليون وحدة فيتم الإعلان بأن سعر الوحدة دينار واحد ، وفي مطلع الشهر الثاني بلغت الموجودات بما فيها الأرباح مليون ومائة ألف دينار فيتم الإعلان أن سعر الوحدة دينار ومائة فلس وهكذا .

291. الموسوعة الفقهية الكويتية، مصطلح شيوع، ج290/26،مجمع الفقه الإسلامي الدولي السابع،قرار رقم 7/1/65 جدة،1992/1412، وانظر حاشية ابن عابدين،333/3،ومغني المحتاج،للخطيب الشربيني،16/2، وقليوبي وعميرة 161/2،وكشاف القناع،للبهوتي،168/3،وأدوات الاستثمار في أسواق رأس المال،د. منير هندي،ص،157مراجع سابقة .

292. إدارة الاستثمارات،د. محمد مطر،ص83، صناديق الاستثمار للمستثمرين، د، منى قاسم،ص173، مراجع سابقة

293. المجمع الفقهي الإسلامي الدولي الرابع، قرار رقم 30(4/5)،جدة،1408/ 1988.

294. الفتاوى الشرعية في الاقتصاد،ندوة البركة،الفتوى رقم (5)،ط3، ص 14،مطبوعات مجموعة دلة البركة،1413 / 1993.

295. المعاملات المالية المعاصرة،د. محمد رولس قلعه جي،ص58،مرجع سابق .

296. مجمع الفقه الإسلامي الدولي السابع،قرار رقم 63(7/1)،بند 4،ومجلة المجمع،1/ 73،جدة،1992/1412

297. القوانين العربية للشركات : الإماراتي ، مادة 154 ، الكويتي ، مادة 99 ،

الأردني ، مادة 147 ، اللبناني ، مادة 132 ، العراقي ،مادة 29، اليمني ،مادة 48 ،وانظر الشركات في الشريعة والقانون،د.عبد العزيز الخياط ،96/2 ، وبحوث فقهية معاصرة،د. محمد عبد الغفار الشريف،ص 73.مراجع سابقة .

298. انظر درر الحكام شرح مجلة الأحكام،علي حيدر،المادة 69، دار الكتب العلمية، بيروت ،1411 /1991،المهذب في الفقه الشافعي، للشيرازي،1/ 257، البدائع،للكاساني،5/ 138،حاشية الدسوقي،لابن عرفة ،3/ 3، كشاف القناع،للبهوتي،3/ 148، مراجع سابقة .

299. حاشية ابن عابدين،4/ 58،مرجع سابق .

300. مواهب الجليل ،للحطاب،4/ 228،حاشية العدوي على كفاية الطالب الرباني،لعلي بن أحمد بن مكرم،180/2 مغني المحتاج،للخطيب الشربيني ،4/2 ، مراجع سابقة ، الكافي في الفقه على مذهب أحمد بن حنبل،لابن قدامة،3/2، موفق الدين عبد الله بن أحمد،دار الكتاب العربي،بيروت،1420 / 2000.

301. مجمع الفقه الإسلامي الرابع، قرار رقم 30(4/5)،جدة،1988/1408،مجلة المجمع،العدد الرابع، 1809/3.

302. صناديق الاستثمار الإسلامية،د. عز الدين خوجة،ص،59،وانظر نشرة الاكتتاب لصندوق الدار ،ص11،الكويت،1427 /2006، والنظام الأساسي لصندوق الكويت الاستثماري،بيت التمويل الكويتي،مادة 24،الكويت، 2006/1427.

303. المغني،لابن قدامة،7/ 147، شرح منتهى الإرادات،للبهوتي،منصور بن إدريس،2/ 323 ،عالم الكتب بيروت،1983/1403، تصحيح الفروع،للمرداوي علي بن سليمان،4/ 382،دار مصر للطباعة،1379هـ

304. صحيح الإمام البخاري،3081، مسند الإمام أحمد،312/1، سنن أبي داود،3594، المستدرك على الصحيحين، للحاكم،2309،سنن ابن ماجة،784/2،السنن الكبرى للبيهقي،11618، سنن الدارقطني،98.

305. فتاوى البركة ،الحلقة العلمية الأولى للقضايا المصرفية المعاصرة، رمضان/ مارس،

1412/ 1992،ص 142، والفتاوى الشرعية في الاقتصاد،مجموعة دلة البركة،ص 122،جدة،1993/1413.

306. الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية،89/1 -90،الفتوى 38 ،د. عبد الستار أبوغدة ،جدة، د.ن ،1993/1413 .

307. شرح القواعد الفقهية،أحمد الزرقا، ص 237- 239،وانظر المغني،لابن قدامة،147/7 ، والمبسوط للسرخسي،38/22،مراجع سابقة .

308. الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية،89/1،الفتوى 38،المرجع نفسه .

309. ندوة البركة الرابعة ،الفتوى رقم (1) ،والحلقة العلمية الأولى،الفتوى رقم (2) ص 121 و ص143 ، وانظر المبسوط،للسرخسي،64/22،والمغني لابن قدامة المقدسي،153/5،والقوانين الفقهية،لابن جزي القرطبي ،280،وتكملة المجموع،للمطيعي،15/ 152 ، مراجع سابقة .

310. انظر بدائع الصنائع،للكاساني ،29/8،والمبسوط،للسرخسي،64/22- 164 ، والمغني،لابن قدامة،5/ 153 ، والقوانين الفقهية،لابن جزي،280، وتكملة المجموع للمطيعي،15/ 152 ، مراجع سابقة، والكافي في فقه أهل المدينة لابن عبد البر، يوسف بن عبد الله،786/2، مكتبة الرياض،الرياض، 1978/1398.

311. فتاوى الحلقة العلمية ، الفتوى رقم (2)،ص 142- 143، د. عبد الستار أبو غدة، ود. الصديق الضرير،ود. حسين حامد حسان،والقاضي محمد تقي عثماني،ود. يوسف القرضاوي، مطبوعات دلة البركة،جدة،1992/1412 .

312. انظر: المغني، لابن قدامة ،7/ 147 ،وشرح منتهى الإرادات،للبهوتي، 2/ 323،وكشاف القناع، للبهوتي،5/ 173 ،وتصحيح الفروع،للمرداوي،4/ 382،مراجع سابقة .

313. صحيح الإمام البخاري،3081، مسند الإمام أحمد،312/1، سنن أبي داود،3594، المستدرك على الصحيحين، للحاكم،2309،سنن ابن ماجة،784/2،السنن الكبرى للبيهقي،11618 ، سنن الدارقطني،98.

314. فتاوى الحلقة العلمية،د. عبد الستار أبو غدة،د. الصديق الضرير، د.حسين حامد حسان،القاضي،محمد تقي عثماني،د. يوسف القرضاوي،الفتوى رقم (2)،ص 142،جدة،1992/1412.

315. الجوانب الفقهية في الصناديق الاستثمارية

316. القانون التجاري الكويتي ،مادة 51،قانون صناديق الاستثمار المشترك الأردني ، المادة (100) ،والإماراتي المادة (153) ، القطري ، المادة (4) ، وقانون سوق رأس المال المصري ، المادة (5/د) ، وقواعد تنظيم الصناديق السعودي ، رابعاً (أ/د)

317. مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع،قرار رقم 30(4/5) العنصر الأول،مجلة المجمع العدد الرابع،ج3/ 1809 ،جدة،1408/ 1988 .

318. انظر حاشية ابن عابدين ،333/3،ومغني المحتاج، للخطيب الشربيني،16/2 ،وحاشيتا القليوبي وعميرة،161/2 وكشاف القناع للبهوتي،3/ 168 ، والموسوعة الفقهية الكويتية ،26/ 290،مراجع سابقة .

319. مجمع الفقه الإسلامي الرابع،قرار رقم 30(4/5) العنصر الثالث والرابع،مجلة المجمع العدد الرابع،ج3/ 1810 ، المرجع نفسه، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، د. سيد الهواري،420/1/5، مرجع سابق .

320. مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع،قرار رقم 30(4/5) العنصر الأول،مجلة المجمع العدد الرابع،ج3/ 1809 ،جدة 1408 / 1988 .

321. انظر القرار رقم (5) البند (3) الدورة الرابعة ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، جدة 1408 /1988

322. انظر بدائع الصنائع للكاساني،5/ 148، المجموع للنووي،279/9و300،مغني المحتاج ،للخطيب الشربيني،71/2، الفروع لابن مفلح،4/ 185،الإنصاف للمرداوي،112/5 ، مراجع سابقة .

323. نظر شرح الزرقاني على مختصر خليل،للزرقاني،عبد الباقي بن يوسف، 83/3،دار الكتب العلمية،بيروت، 2002/1422، وحاشية الدسوقي على

الشرح الكبير لابن عرفة،63/3،مرجع سابق .

324. انظر نشرة صندوق الأسهم الخليجية ، شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية ، جدة ، 1426 /2005 .

325. ندوة مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية في موضوع سندات المقارضة،العنصر الثالث،المنعقد في ذي الحجة / أغسطس،جدة،1407 /1987.

326. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، قرار رقم (5) العنصر الثالث، جدة 1408 /1988.

327. المعاملات المالية المعاصرة،د. قلعه جي،ص 59،مجلة الأحكام العدلية،48، وانظر حاشية ابن عابدين 626/2 ،والمغني ،لابن قدامة،150/6، حاشية الدسوقي ،لابن عرفة،188/4 ،والموسوعة الفقهية الكويتية ،93/10 .

328. انظر شرح القواعد الفقهية، الشيخ أحمد الزرقا، ص 18، والمنثور، للزركشي: 183/3، والقواعد الفقهية، للندوي، 183/3.

329. انظر المغني، لابن قدامة 73/6، والمبدع، لابن مفلح، 54/7، والمبسوط، للسرخسي، 1/ 68، ومجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي العدد الثاني ، 4/ 468، ومجلة الأحكام العدلية،، مادة 42 ، مراجع سابقة .

330. الصنائع،للكاساني،1/ 6،مرجع سابق .

331. انظر شرح الموطأ،للزرقاني ،3/ 337، والمبدع،لابن مفلح،4/ 171، وصحيح الإمام البخاري 3/،186.

332. انظر المغني ، لابن قدامة، 2/ 331، المبدع لابن مفلح ، 2/ 121، مراجع سابقة.

333. لسان العرب، القاموس المحيط، مادة أصل وتبع، دار الكتب العلمية، بيروت، 1997/1417.

334. انظر حاشية ابن عابدين، 3/ 14، وحاشية الدسوقي لابن عرفة، 2/ 114، وحاشية البجيرمي على المغني، 4/ 255، وكشاف القناع للبهوتي، 6/ 219،

والموسوعة الفقهية الكويتية، 10 / 93، مراجع سابقة.

335. انظر حاشية ابن عابدين، 3/ 193، وجواهر الإكليل،لصالح الآبي،1/ 216 ،وحاشية الدسوقي ، 75/3 وكشاف القناع، للبهوتي، 3/ 166 ، و الفروق، للقرافي، 3/ 288، والمجموع للنووي،268/11،مراجع سابقة .

336. المؤتمر الفقهي الأول للمؤسسات المالية الإسلامية ،الكويت 1427 /2007،د . نزيه حماد،ص 9،مرجع سابق .

337. قاعدة التبعية في العقود ،د . علي محيي الدين القره داغي،ص 3،المؤتمر الفقهي الأول للمؤسسات المالية الإسلامية،الكويت 1427 / 2006 .

338. المنثور في القواعد، للزركشي،234/1،الأشباه والنظائر للسيوطي،ص 232،حاشية ابن عابدين ،2/ 626 حاشية الدسوقي لابن عرفة،4/ 188،كشف القناع ،للبهوتي ،6/ 436مراجع سابقة،شرح مجلة الأحكام العدلية محمد خالد الأتاسي، 113/1، المكتبة الحبيبية، باكستان، د.ت.

339. صحيح الإمام البخاري،5/ 49،صحيح الإمام مسلم،3 / 1173.

340. موطأ الإمام مالك ، كتاب البيوع ، رقم 1272 .

341. الكافي لابن عبد البر ،336 ، الموافقات في أصول الشريعة،للشاطبي،163/3ـــ 174، مراجع سابقة .

342. روضة الطالبين، للنووي،محيي الدين بن شرف، 3/ 386،دار الكتب العلمية، بيروت،د.ت .

343. بحث قاعدة التبعية في العقود، د . علي محيي الدين القره داغي،ص 4، مرجع سابق.

344. المعايير الشرعية ، هيئة المحاسبة والمراجعة ، المعيار 21 ، البند 3/ 19 ، ص 358 ، البحرين ، 1428/ 2007

345. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة عشر، المنعقدة في قطر ، 1423/ 2003،مجلة المجمع ، 2/ 468.

346. انظر المغني،لابن قدامة73/6، والمبدع، لابن

مفلح،54/7،والمبسوط،للسرخسي،1/ 68، ودرر الحكام شرح مجلة الأحكام
، علي حيدر، مادة 42، مراجع سابقة .

347. صحيح الإمام البخاري، 4935، مسند الإمام أحمد، 2077، صحيح ابن خزيمة، 2355

348. انظر الموافقات للشاطبي، 484/1. وانظر المعاملات المالية في ضوء الفقه والشريعة ، د. قلعه جي ، ص 86

349. القانون التجاري الكويتي،، بشأن صناديق الاستثمار،مادة 61،قانون الصناديق الأردني ، المادة (100) ، الإماراتي المادة (153) ، القطري ، المادة (4) قانون سوق رأس المال المصري ، المادة (5/د)قواعد تنظيم الصناديق السعودي ، رابعاً (أ/د) .

350. مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع،قرار رقم 30(4/5) العنصر الرابع،بند(3)،مجلة المجمع العدد الرابع، ج1809/3، وانظر المعاييرالشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة، بند 2/6/1/3، ص212، مرجع سابق .

351. لسان العرب،لابن منظور،القاموس المحيط،لفيروز آبادي،المعجم الوسيط:لإبراهيم مصطفي ومجموعة،مادة خرج ، مراجع سابقة

352. فتح القدير شرح الهداية ، 7/ 409، السراجية، لمحمد السجاوندي ، ص 236، مكتبة نزار الباز،الرياض، 1997/1417

353. مصنف عبد الرزاق ، 14752 ، مصنف ابن أبي شيبة ، 20384 .

354. مصنف عبد الرزاق ، 14754 ، سنن سعيد بن منصور ، 1837 ، الطبقات الكبرى لابن سعد ، 2947 .

355. انظر اللمع في أصول الفقه ، إبراهيم الشيرازي ، ص94، روضة الناظر ، موفق الدين ابن قدامة ، ص132 ، البحر المحيط ، بدر الدين الزركشي ، 456/6، التمهيد في تخريج الفروع على الأصول، جمال الدين عبد الرحيم الأسنوي ، 451.

356. انظر المغني لابن قدامة،642/4،الإنصاف للمرداوي، 242/5،المبسوط

للسرخسي،135/20،مواهب الجليل80/5،المدونة الكبرى، 3/ 370، حاشية الدسوقي،لابن عرفة،309/3، الموسوعة الفقهية الكويتية،3/11 – 16مراجع سابقة.

357. المهذب للشيرازي، 340/1، نهاية المحتاج، للرملي،376/4، المحلى لابن حزم، 166/8

358. مسند الإمام أحمد، 26141، أبو داود، 3165، الدارقطني، 4015، السنن الكبرى للبيهقي، 10643، نقل ابن عدي أنّ الحديث يرتقي بطرقه إلى درجة الحسن، انظر تهذيب التهذيب لابن حجر 207/1، ونيل الأوطار للشوكاني ، 286/5

359. فتح القدير،لابن الهمام،كمال الدين محمد بن عبد الواحد،375/7و409،دار الكتب العلمية،بيروت،1995/1415، حاشية ابن عابدين،472/4، السراجية ، 236 ..

360. فتاوى وتوصيات ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي،الندوة العاشرة،ص 178 ، حولية البركة، العدد الخامس، ص123 ، 2004/1424،مرجع سابق.

361 مجمع الفقه الإسلامي الدولي،الدورة الرابعة،قرار رقم 30 (4/5) العنصر الثالث،البند ج،مجلة مجمع الفقه الإسلامي،العدد الرابع،ج1809/3،جدة 1408 /1988.

362. أثر الديون والنقود على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية د.علي محيي الدين القره داغي،ص 101 ، المعهد الإسلامي للبحوث،البنك الإسلامي، تابع للتنمية،جدة،2003/1424،وانظر المعاملات المالية المعاصرة،د.محمد رواس، قلعه جي،ص،59،مرجع سابق،وانظر توضيح تفاصيل الآراء الفقهية في هذا الموضوع في المبحث الثالث من الفصل الخامسفي هذه الأطروحة.

363. الإدارة العلمية للمصارف التجارية، صلاح الدين السيسي،ص246، مرجع سابق

364. ومثال ذلك بصورة مبسطة : فندق تكلفته عشرة ملايين ، والعائد المتوقع

السنوي مليون ، وبعد انجاز مراحل من المشروع أو بناءً على تطورات السوق تبين بدراسة جدوى جديدة بأن إضافة أجنحة جديدة ببناء ملاصق سيكون العائد السنوي المتوقع مليون وسبعمائة وخمسين. عندها يتقدم مدير الصندوق التقليدي إلى البنك بطلب قرض خمسة ملايين بفائدة ، ولتكن 5 % سنوياً مثلاً ، بضمان مشروع الصندوق وتكون أرقام دراسة الخبراء مايلي: فوائد القرض : 250 ألف في السنة ، وعوائد الاستثمار للفندق 1،750،000 فيكون صافي الربح مليون ونصف سنوياً ،وهذا يعني أنّ تكلفة القرض 5 % ، وعائد الاستثمار 15 %. ويتم تسديد الأقساط من الأرباح وفق شروط العقد، ويكون بعد ذلك الفندق وإضافاته وأرباحه للمكتتبين في الصندوق .وهذه العملية في الصناديق التقليدية تسمى الرافعة ، وهي عملية اقتراض يتم فيها تسديد أصل القرض وفوائده ، وبديله الشرعي عملية التورق

365. مختصر القدوري، للقدوري، أحمد بن محمد، ص113،دار الكتب العلمية، بيروت،1998/1418، تنوير الأبصار وجامع البحار، لتمرتاش،محمد بن عبد الله ،8/ 435، دار الكتب العلمية،بيروت،1995/1415 فتح العزيز شرح الوجيز، لعبد الكريم الرافعي،12/ 41،دار الكتب العلمية،بيروت،1417 /1997، الفروع،لابن مفلح،4/ 383،حاشية الخرشي على مختصر خليل،للخرشي محمد بن عبد الله،214/6،دار الكتب العلمية،بيروت،1997/1417،فتح القدير، شرح على الهداية،لابن الهمام،422/7،المغني لابن قدامة،158/7،مغني المحتاج،للخطيب الشربيني،3/ 406،بداية المجتهد،لابن رشد،193/2.

366. بدائع الصنائع،للكاساني،35/8، حاشية الدسوقي،لابن عرفة، 528/3، مغني المحتاج،للخطيب الشربيني، 410/3،المغني، لابن قدامة 155/7،مراجع سابقة .

367. قانون تنظيم إنشاء صناديق الاستثمار في الكويت، المادة 67، القرار الوزاري لسنة 1995، القانون التجاري الكويتي، ص 129، قانون الصناديق الأردني،

المادة (102)، والعماني، المادة (40) وتعليمات اقتراض الصناديق من بند (4)

368. الفروع،لابن مفلح،4/ 383،الإنصاف،للمرداوي،14 / 37، بدائع الصنائع،للكاساني،35/7،المغني، لابن قدامة، 155/7.مراجع سابقة .

369. الإنصاف للمرداوي، 250/4، كشاف القناع للبهوتي، 447/2، الزاهر في ألفاظ غريب الشافعي، محمد بن أحمد الأزهري الهروي، 216/1، وزارة الأوقاف، الكويت، دت، موسوعة فقه ابن تيمية، د.محمد رواس قلعه جي، مادة (بيع/4هـ، 7د المعاملات المالية المعاصرة د، قلعه جي، ص، 85، مراجع سابقة .

370. كشاف القناع،للبهوتي،3 / 185، مرجع سابق .

371. إعلام الموقعينعن رب العالمين، لابن القيم، محمد بن أبي بكر، 12/3، دار الجيل، بيروت، 1415/ 1995

372. تهذيب سنن أبي داود،5/ 108 .

373. معالم السنن، للخطابي، 677/3، المحلى لابن حزم، المطالب العالية، لابن حجر العسقلاني، 7 / 337 .

374. إعلام الموقعين عن رب العالمين، لابن القيم، 12/3، المرجع نفسه .

375. الموافقات في أصول الشريعة،للشاطبي،29 / 447،مرجع سابق .

376. مجموع فتاوى ومقالات متنوعة،للشيخ عبد العزيز بن باز،93/19،فتاوى ورسائل،محمد بن إبراهيم آل الشيخ،المجلد السابع،الفتوى رقم،1569 .

377. المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة،د.قلعه جي.،78،مرجع سابق

378. الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية، بيت التمويل الكويتي ص 132، الفتوى رقم 131،وانظر الفتوى 140،ص 140،والفتوى 157،ص 152.

379. سورة البقرة، الآية 275 .

380. المغني لابن قدامة، 5/ 191، المبسوط، للسرخسي، 20/12، تكملة المجموع، للمطيعي، 383/14، مراجع سابقة، المدونة الكبرى، الإمام مالك بن

أنس، رواية سحنون، 58/4، دار الكتب العلمية، 1994/1415

381. مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع،قرار رقم 30(4/5)،بند 14،مجلة المجمع،العدد الرابع،ج1809/3 جدة،1988/1408. وانظر هيئة المعايير الشرعية، قرار المجلس الشرعي (رابعاً) ،البحرين 14 فبراير/7من صفر 2008/1429، وفتاوى ندوة البركة الأولى،الفتوى رقم 2، مرجع سابق .

382. بدائع الصنائع، للكاساني، 26/8، المبسوط، للسرخسي، 19/22، تبيين الحقائق، للزيلعي، 53/5، المدونة الكبرى، لمالك رواية سحنون، 647/3، القوانين الفقهية، لابن جزي،ص 211.جواهر الإكليل،لصالح الآبي،172/2،مغني المحتاج،للخطيب الشربيني، 418/3،كشاف القناع للبهوتي، 1736/5، شرح المنتهى، للبهوتي، 337/2، نيل المآرب، مرعي الكرمي، 200/3، المغني، لابن قدامة، 179/7، مراجع سابقة، روضة الطالبين وعمدة المفتين، أبو زكريا محيي الدين بن شرف بن مري الحوراني النووي، 138/5، دار الكتب العلمية، بيروت، 1993/1413 .

383. بداية المجتهد ، موفق الدين ابن رشد ، ص 584 ، مرجع سابق .

384. المغني لابن قدامة، 105/6، المدونة الكبرى لمالك بن أنس، 58/4، موسوعة ابن تيمية، 117/2، مراجع سابقة .

385. إعداد المهج للاستفادة من المنهج في قواعد الفقه المالكي،أحمد بن الأمين الشنقيطي،ص 161،دار الفكر العربي،القاهرة ،د.ت .

386. انظر بداية المجتهد، لابن رشد، ص 584، مرجع سابق .

387. انظر نظام التأمين،مصطفى الزرقا، ص60، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1987/1408،عقود التأمين،د. محمد البلتاجي، ص204، دار العروبة، الكويت،1982/1402،وانظر ابن عابدين،170/4، والمغني لابن قدامة ، 7/ 783 .

388. مجمع الفقه الإسلامي الدولي الرابع،قرار رقم 30(4/5) العنصر الرابع، بند (9)،مجلة المجمع، العدد الرابع،1809/3،جدة،1408/ 1988

389. المعايير الشرعية،هيئة المحاسبة والمراجعة،ص 209،البند،3/4/1/3 مرجع سابق .

390. هيئة المعايير الشرعية ، البحرين محضر اجتماع فبراير / صفر، 2008/1429 .

391. البحر الرائق شرح كنز الدقائق،لابن نجيم زين العابدين بن إبراهيم،264/7،دار المعرفة،بيروت،د.ت. القوانين الفقهية، لابن جزي،ص211، نهاية المحتاج،للرملي، 227/5،المغني،لابن قدامة،138/7 مراجع سابقة

392. انظر فتح العلي المالك في الفتوى على مذهب مالك،للشيخ عليش،56/1 ،دار المعرفة،بيروت،د.ت

393. المعايير الشرعية،هيئة المحاسبة والمراجعة،ص211،بند 15/5/1/3. البحرين ، 2007/ 1428

394. انظر شركة المساهمة،للمرزوقي،ص 479، الشركات في الشريعة والقانون،د.عبد العزيز الخياط،232/2، مرجع سابق .

395. انظر الأجوبة الشرعية،دلة البركة،د. عبد الستار أبوغدة،ص 78،وفتوى الهيئة الشرعية،بنك دبي الإسلامي،فتوى رقم،9 / 807، وبحث احتياطي مواجهة مخاطر الاستثمار، د. حسين حامد،مجلة مجمع الفقه الإسلامي الثالث العدد الثالث،77/1 عمان،الأردن،1407 /1986 .

396. كشاف القناع،للبهوتي،519/3 ، مرجع سابق .

397. الحلقة العلمية الثانية، دلة البركة، الفتوى رقم (2)، مرجع سابق .

398. توزيع الربح بطريقة النمر، مثاله: لو أن الوحدات التي يملكها أحد المكتتبين في الصندوق 1000 وحدة استثمارية، وكل وحدة قيمتها دينار، وكان العائد السنوي 18%، ومدة بقاء الوحدات مائة يوم. فتكون طريقة المحاسبة كمايلي :

399. العائد السنوي لألف دينار = 180،000 فلساً

400. العائد اليومي لألف دينار - 180،000 ÷ 360 يوم = 500 فلساً

401. العائد لألف دينار لمدة 100يوم : 500 فلساً × 100= 50،000 فلساً

أي خمسون ديناراً.

402. المبارأة: هي أن يبرىء كل طرف ذمة الآخر في الأمور التي يتعذر تحقيقها في العرف التجاري .

403. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثالثة عشرة المنعقد بدولة الكويت من 7 إلى 12 شوال 1422هـ، الموافق 22- 27كانون الأول (ديسمبر 2001م .

404. انظر إدارة الاستثمارات،د. محمد مطر ص83، أدوات الاستثمار في أسواق المال،د. منير هندي ص114، واقع وآفاق صناديق الاستثمار،عياد المهلكي،ص62،أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، د. منير هندي،ص146، مرجع سابق .

405. مصطلح فقهي : يعني تصفية الموجودات ببيعها فتصبح نقوداً فقط ، والحكمي : أي تقدير قيمة الموجودات بالنقود .

406. انظر مغني المحتاج،للخطيب الشربيني،2/ 318، نهاية المحتاج،لشمس الدين الرملي،240/5،روضة الطالبين للنووي،142/5،المغني،لابن قدامة،176/2 - 179،شرح المنتهى،للبهوتي،235/2، مراجع سابقة، فتح العزيز شرح الوجيز، لعبد الكريم الرافعي،77/12 ،دار الكتب العلمية،بيروت،1417 / 1997 .

407. انظر المغني لابن قدامة،56/5،المرجع نفسه .

408. قرار المجمع الفقهي رقم (5) الدورة الرابعة،البند 8،فتاوى الحلقة الفقهية الثانية للبركة،فتوى رقم،2

409. المنثور في القواعد،بدر الدين الزركشي،120/1،مرجع سابق.

410. الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية،د.عبد الستار أبوغدة،فتوى،107،ص 96،وانظر المعايير الشرعية،هيئة المحاسبة والمراجعة،ص211،بند 1/5/1/3. وص 212 بند 3/6/1/3،مراجع سابقة .

411. انظر، الشوكاني، نيل الأوطار، إدارات البحوث العلمية والإفتاء والدعوة والإرشاد بالمملكة العربية السعودية، ج.5، 1982م، ص. 319، و الكاساني، كتاب بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، بيروت – لبنان، دار الكتب العلمية، ج.5، 1986، ص. 198، ابن قدامة، المغني مع الشرح الكبير، ج.4، ص. 46و256، البهوتي، كشاف القناع، ج. 3، ص. 185.

412. بغوي، أبو محمد حسين محمود، تهذيب الأحكام، بيروت –لبنان، دار صعب ودار التعارف، (د.ط)، 1981م، ج. 7، ص. 48.

413. (*) وهي القاعدة المتفرعة المنبثقة من القاعدة الشرعية الفقهية المشهورة : (جلب المصالح ودرء المفاسد)، انظر ابن نجيم، الأشباه والنظائر، دمشق – سورية، ط.1، 1982م، ص. 89.

414. انظر : الخطيب، الحيل الشرعية في مجال الاقتصاد، رسالة الماجستير، جامعة اليرموك، ص. 59

415. انظر: الشربيني، مغني المحتاج، بيروت –لبنان، دار الفكر، 1980، ج. 2، ص.2، حاشية الدشوقي على الشرح الكبير 442/3، المغني مع الشرح الكبير، 6/ 3. اختلفت عبارات الفقهاء في تعريف الدين، إلا أنها تحمل نفس المعنى، وهو " ما ثبت في الذمة " وعرفه في الحاوى القدسي : عبارة عن مال حكمي يحدث في الذمة ببيع أو استهلاك أو غيرهما. انظر ابن نجيم، الأشباه والنظائر على مذهب أبي حنيفة النعمان، بيروت – لبنان، دار الكتب العلمية، (د.ط)، 1985م، ص. 354، والقرطبي، الجامع لأحكام القرآن، القاهرة – مصر، دار الحديث القاهرة، ج. 3، ط.1، 1994م، ص. 376.

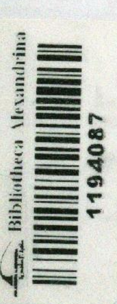
416. (*) اجتماعها الثامن في 25 يناير/كانون الثاني 1996م عندما عرفت باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في ذلك الحين.

417. (*) وهي صورة للحسم تعرف في وقت الحاضر لدى المصارف أو بيوت الحسم. فإذا باع أحد التجار سلعة ما، وسحب بثمنها سفتجة (كمبيالة) على المشتري بمبلغ معين لأجل معين، أو حرر المشتري لأمر البائع سندا بمبلغ معين

لأجل معين، أمكن البائع أن يحصل على القيمة الحالية لهذه الورقة التجارية (السفتجة أو السند)، بحسمها لدى المصرف، الذي يسلم البائع قيمتها الاسمية مطروحا منها فائدتها عن المدة من تاريخ الحسم إلى تاريخ الاستحقاق، فهاهنا دخل بين البائع والمشتري وشخص آخر (طرف ثالث) وهو المصرف، فلم يجز هذا الحسم لأنه عبارة عن قرض يمنحه الطرف، الثالث (المصرف مثلا) إلى البائع بفائدة ربوية، لأن المصرف يعمل هنا ممولا ربويا محضا. لمزيد بالتفصيل انظر المصري، د. رفيق يونس، الجامع في أصول الربا، دمشق ÷ سورية، دار القلم، ط.2، 2001، ص. 3250326 ، وانظر حكمه في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع. 6، ج.1، ص. 193 و ع. 7، ج 2 ، ص. 9.

فهرس المحتويات

الصكوك المالية وانواعها
رقم الإيداع / 9250
الترقيم الدولى 978-977-733-006-0





دار التعليم الجامعى

١٢ش شادى عبد السلام - برج زهرة الأنوار -مبامى - الإسكندرية -ج.م.ع

تليفاكس: ٠٣/٥٥٦٣٩٦١١ موبايل: ٠٠٢/٠١٠٠١٨٣١٧٩٦

Email : dartalemg@yahoo.com ٠٠٢/٠١١١٩٩٩٥٠٠٩